

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONOMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

WILLIAM CASTRO ALVES

**BRASIL COMO *INVESTMENT GRADE*, REALIDADE OU
FICÇÃO?**

Porto Alegre, 2008

Junho de 2008

WILLIAM CASTRO ALVES

**BRASIL COMO *INVESTMENT GRADE*, REALIDADE OU
FICÇÃO?**

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Monografia apresentada como requisito parcial
para obtenção de grau de Bacharel em Ciências
Econômicas pela Universidade Federal Do Rio
Grande do Sul.

DEDICATÓRIA

A minha mãe e aos meus avós Azílio Ferreira (in memoriun) e Maria Castro (in memorian) em especial, por sempre acreditarem em mim e por todo incentivo na minha formação. Ao meu pai pelos seus ensinamentos e ao meu padrasto Marcelo por todo carinho e compreensão.

RESUMO

O presente trabalho tem como objeto o conceito e os determinantes dos *sovereign ratings* (risco de crédito de Estados soberanos), bem como busca a compreensão do papel cumprido pelas agências de *rating* internacionais que atuam como referência usada aos agentes econômicos, na avaliação de risco em operações com títulos de dívida de soberanos. O trabalho também descreve o processo de avaliação de risco pelas agências e sugere a presença de um conjunto de variáveis macroeconômicas que podem ser usadas para explicar o modelo de avaliação. Analisam-se os efeitos das variáveis em conjunto e separadamente sob as classificações de *rating*, como forma de verificar a atual conjuntura econômica em relação a realidade da elevação de *rating* do Brasil. Busca-se ainda inferir acerca dos possíveis benefícios da concessão de grau de investimento através da teoria macroeconômica e através da análise dos resultados nas economias russa, indiana e mexicana.

Palavras-chave: *Investment-grade, rating, Brasil, risco de crédito, default.*

ABSTRACT

The present work has as object, the concept and determinants of the sovereign ratings, as well as look for understanding the function of the international ratings agency's, who working as reference for the economics agents, in the risk evaluations about sovereign bond operations. The work also describe the process of risk evaluation for the agency's and suggest the presence of set macroeconomics variable who can be used to explain the rating model. The effect's of the variable's are analyzed separately and in set in the ratings, with the objective to verify the real possibility of rise in Brazilian rating analyzing the current economic conjecture. Also searches the possible benefits in economy after the concession of investment grade, through the macroeconomic theory and analyzing the results this event in Russian, Indian and Mexican economy.

Key words: Investment-grade, rating, Brasil, credit risk, default.

SUMÁRIO

1.	Introdução.....	2
2.	Conceitos, Metodologias e Estudos acerca do Tema.....	8
2.1	Definições e Conceitos de <i>Rating</i> , <i>Rating</i> soberano e diferenciação com o risco-país.....	8
2.2	Metodologias de Avaliação de <i>Ratings</i>	12
2.3	A Racionalidade e a Importância do Estudo dos <i>Ratings</i>	18
2.4	O Estado do Conhecimento a respeito dos <i>Ratings</i> Soberanos.....	20
3.	Determinação das Variáveis e Definição do Modelo Explicativo das Classificações de Risco Soberano.....	26
4.	Análise Conjuntural das Variáveis Relevantes – o caso Brasileiro.....	31
4.1	Introdução.....	31
4.2	Análise das Variáveis Macroeconômicas Preditoras do Modelo.....	32
5.	Resultados da Elevação de <i>Rating</i> Soberano – Análise dos Casos de Rússia, Índia e México.....	52
5.1	Efeitos Gerais Esperados.....	52
5.2	Efeitos Observados nos Países Seleccionados.....	58
6.	Conclusão.....	65
7.	Referências Bibliográficas.....	69

1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro é o *locus* onde se dão as relações entre tomadores de crédito e emprestadores. Através dele, os emprestadores concedem crédito aos tomadores, baseados em expectativas positivas de recebimento futuro do principal e serviço da dívida. Os tomadores, por sua vez, esperam com os resultados do seu investimento, ser capazes de cumprir com os termos do empréstimo. Isso porque toda a atividade do sistema financeiro está baseada em expectativas, que só se realizarão, ou não, no decorrer do tempo. Com isso, as incertezas quanto ao futuro traduzem-se em riscos para o tomador e emprestador. Diante disso e a partir dos estudos de Joseph Stiglitz a respeito das assimetrias de informações nos mercados, constatou-se que os mercados apresentavam imperfeições. Essas imperfeições são decorrentes das diferentes condições de processamento, interpretação e utilização de informações pelos diferentes atores, mesmo que estas sejam de domínio coletivo. A pesquisa de Stiglitz demonstrou que bastava uma pequena imperfeição nas informações para causar um profundo efeito na natureza do equilíbrio econômico.

Diante disso, os estudos de mensuração do risco de crédito de países (agentes tomadores de crédito) – *rating*¹ soberanos – teve como finalidade sistematizar as informações mais relevantes aos emprestadores, para que estes pudessem estimar os riscos das operações as quais estavam envolvidos. Na década de 60, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento e outros bancos regionais de desenvolvimento passaram a analisar e entender mais especificamente o risco dos países. Com a ampliação de empréstimos aos países da Europa Oriental, à América Latina e a outros países menos desenvolvidos durante a década de 70, os bancos comerciais norte-americanos e os bancos japoneses também passam a elaborar análises e avaliações sobre o comportamento do risco soberano.

No início dos anos 80, muitos desses países em desenvolvimento, os quais possuíam um alto endividamento com os bancos estrangeiros, enfrentaram sérias dificuldades em honrar tais débitos, segundo os termos previamente acordados. Mais precisamente, os problemas de pagamento de dívida dos países da Europa Oriental e as moratórias de dívida anunciadas pelos governos mexicano e brasileiro, em 1982 e 1987 respectivamente, impactaram fortemente o balanço patrimonial e os lucros dos bancos comerciais. Desde então, a questão

da compreensão do funcionamento do mercado de títulos de dívida de países, bem como da mensuração de risco de tais operações, passou a ser estudada.

Os primeiros trabalhos nesse sentido foram feitos por Jonathan Eaton e Mark Gersovitz os quais, em suma, focaram seus estudos em analisar diferentes aspectos da dívida dos países em desenvolvimento e os riscos envolvidos em tais operações. Conjuntamente a eles, destaca-se o trabalho de Joseph Stiglitz especialmente no artigo intitulado “*The Pure Theory of Country Risk*”² o qual pode ser considerado um marco teórico, no sentido de sistematizar os conceitos de riscos de crédito soberanos, indo além da análise conjuntural, lançando os fundamentos da atual teoria de risco. No Brasil durante essa época, destaca-se o pioneiro trabalho de Mário Henrique SIMONSEN – *The Developing-Country Debt Problem* (1985)³.

Após o término da crise da dívida dos anos 80, os países em desenvolvimento voltaram a acessar o mercado financeiro internacional de forma significativa a partir do início da década de 1990. Entretanto, ao invés de realizarem empréstimos, as instituições financeiras internacionais começaram a investir volumes consideráveis na compra de títulos de dívida e ações nos mercados emergentes. Com isso, cresceu a importância da avaliação do risco soberano. Nesta mesma época, tornou-se comum a divulgação e o uso de *ratings* soberanos feitos por agências internacionais especializadas. No entanto, a década de 90 foi marcada por importantes crises financeiras internacionais, especialmente em sua segunda metade – México (1995), Ásia (1997), Rússia e *Long Term Capital Management [LTCM]*⁴ (1998), Brasil (1999), Turquia (2001) e Argentina (2002). Isso gerou desconfiança na comunidade financeira internacional acerca da credibilidade dos estudos de *ratings* das agências, visto que estes não conseguiram prever tais acontecimentos, impedindo que os analistas de mercado criassem mecanismos de minimização de perdas nos *portfólios*. Não obstante, a mudança das avaliações pós-crise acabou por acelerar a saída de capitais dos mercados emergentes.

¹ *Rating* é uma avaliação de alguma coisa em termos de qualidade, quantidade ou uma combinação de ambos – na acepção deste trabalho consideram-se as avaliações de títulos de crédito. Disponível em: <<http://en.wikipedia.org/wiki/Ratings>> (tradução nossa)

² STIGLITZ, J; EATON, J; GERSOVITZ, M;. *The Pure Theory of Country Risk*. (A Teoria Pura do Risco País – tradução nossa) Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, abr. 1986 (NBER Working Paper Series, n. 1894). Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w1894>>

³ “O Problema da Dívida dos Países em Desenvolvimento” – tradução nossa. Disponível apenas para aquisição junto ao site: <<http://epge.fgv.br/portal/en/pesquisa/producao/3222.html>>. Acesso em agosto de 2007.

⁴ *Long-Term Capital Management (LTCM)* foi um fundo de investimento fundado em 1994 por John Meriwether, vice-presidente para operações com títulos de dívida do banco de investimento norte-americano Salomon Brothers.

Ao longo dos últimos anos inúmeros trabalhos foram realizados no campo do controle e administração de risco especialmente de *ratings* soberanos. Dentre eles, destaca-se Cantor e Parker (1996) – *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*⁵ – conforme os autores “procuram através de procedimentos econométricos estimarem as variáveis mais significativas para a determinação dos níveis de *rating* pelas agências”. De uma forma geral, os autores que seguiram o trabalho de Cantor e Parker (1996) incluíram outras variáveis, além dos fundamentos apontados pelas agências de classificação, como determinantes dos *ratings* soberanos. O objetivo foi identificar as variáveis que melhor explicam tanto o comportamento dos *ratings* soberanos como dos *spreads*⁶ soberanos.

No plano doméstico, por sua vez, verificaram-se mudanças significativas na economia brasileira ao longo dos últimos anos, notadamente pós Plano Real. Uma série de mudanças institucionais no campo de políticas macroeconômicas tem sido feita desde a implantação do plano Real. À estabilidade de preços proporcionada inicialmente pelo plano em 1994, se seguiu a adoção de taxas cambiais flexíveis e do sistema de metas para a inflação, em 1999, dando continuidade ao processo de ajustamento da economia; a lei de responsabilidade fiscal, em 2000, adequou os gastos públicos às receitas tributárias, estabilizando os déficits públicos. Os efeitos de tais medidas associadas às positivas expectativas para o futuro, têm sinalizado que o país está para ser elevado para um patamar de maior credibilidade perante a comunidade financeira internacional. Com isso, nos últimos anos, muito se falou acerca da perspectiva de o Brasil ser elevado a *investment grade*⁷, e das conseqüências deste fato ao custo de captação de recursos externos. Cabe ressaltar que, o grau de investimento pode ser compreendido como um nível de risco de crédito, atribuídos a países que apresentem baixa probabilidade de inadimplência frente aos compromissos assumidos com seus títulos. Em 30 de abril de 2008 a agência Standard and Poor`s elevou os títulos da dívida do Brasil a *investment grade* e, posteriormente, em 29 de maio de 2008, a *Fitch`s Ratings* fez o mesmo. Porém, a pergunta que se faz é: como se determina o nível de risco de crédito e quem são os responsáveis em atribuir níveis de risco de créditos aos países? Quais são os efeitos da

⁵ CANTOR, R; PARKER, F. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings* (Determinantes e Impactos do Risco de Crédito de Soberanos – tradução nossa). Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Nova York, v.1, n.3, p.1-6, jun. 1995. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr_iss/1995.htm> . Acesso em agosto de 2007.

⁶ *Spread* refere-se a diferença entre o preço de compra (procura) e venda (oferta) de um título. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Spread>>

⁷ *Investment Grade* (grau de investimento) se refere a capacidade de solvabilidade de determinado título.

obtenção do *investment grade*? Além disso, até que ponto a concessão do título ao Brasil reflete a realidade econômica do país?

1.1 Metodologia

Tendo em vista que a economia é uma ciência positiva, uma vez que busca explicar e não normatizar a realidade, o método indutivo, o qual considera a observância de um fenômeno prático e após isso se busca entender seu funcionamento e por fim teorizá-lo, parece o mais coerente. Ainda que, de cunho mais prático, dado que a mensuração de *ratings* advém do esforço privado de elaboração de estudos avaliativos acerca das condições dos países, buscar-se-á através de uma revisão bibliográfica, definir os conceitos e critérios utilizados na elaboração dos *ratings* soberanos, sua importância dentro do mercado financeiro internacional e a sua diferença em relação a variável risco-país. Ainda, delimitar o conceito e a abrangência do *investment grade*, as variáveis determinantes observadas e as diferentes classificações das agências. A partir dos conhecimentos teóricos fornecidos pela revisão bibliográfica e dos estudos realizados na área, elaborar um modelo preditor da avaliação de risco, através de uma regressão com um número determinado de variáveis relevantes, que carreguem em si a capacidade de explicação satisfatória. Uma vez determinadas as variáveis relevantes, observar-se-ão os resultados obtidos para a amostra, dividindo os mesmos em grupos de acordo com suas avaliações de *rating*, comparando-os com a realidade brasileira, com o objetivo de identificar os pontos críticos de nossa macroeconomia, frente a uma melhor percepção de risco pelas agências. Por fim, analisar-se-ão, os possíveis efeitos de uma obtenção do título de grau de investimento, através do estudo de caso das elevações de *rating* de Rússia, Índia e México. A escolha desses países se deve ao fato de serem estes países de considerável extensão territorial, considerados economias emergentes e que possuem classificações de risco semelhantes a do Brasil

1.2 Objetivo Principal e Secundário

A presente monografia tem como objetivo principal investigar os pontos determinantes nas avaliações de risco de países soberanos, verificando a viabilidade real da elevação de *rating* soberano brasileiro pelas agências internacionais.

Como objetivo secundário, mas diretamente associados ao objetivo principal, pretende-se mensurar a observância, ou não, às condições estabelecidas pelas agências para

obtenção do *investment grade*. Para isto torna-se necessário, primeiramente, identificar as variáveis-chave na determinação do grau de risco do país e verificar a posição do Brasil em relação ao atendimento de tais condicionantes.

Além disso, tem-se, também como objetivo secundário, verificar os benefícios da elevação a *investment grade*, através da análise dos efeitos de tal ação em países que obtiveram determinado grau, como forma de identificar possíveis resultados semelhantes no caso brasileiro.

Para execução destes objetivos o presente trabalho se estruturará em cinco capítulos. O primeiro capítulo compreenderá uma revisão de bibliografia que tem por objetivo fornecer uma visão geral das avaliações de *rating*, especialmente de soberanos, bem como definir a importância e abrangência do tema dentro do mercado financeiro. Da mesma forma, o segundo capítulo buscará delimitar, de acordo com as metodologias das três agências tidas como referenciais, o conceito de *investment grade*, verificando as variáveis mais importantes e determinantes à mensuração. O terceiro capítulo apresenta os países e as variáveis selecionadas para realização da regressão que estimará o grau de importância de cada variável. Nele são apresentados os resultados obtidos com a regressão. O quarto capítulo apresentará, a partir das variáveis-chave encontradas no capítulo anterior, os dados referentes a situação brasileira em relação a tais variáveis. O quinto capítulo compreende uma análise das recentes elevações de *rating* soberanos dos países emergentes selecionados – Rússia, Índia e México.

A primeira etapa do trabalho consiste em estudar os conceitos pertinentes ao tema, bem como as diferentes visões acerca do mesmo. Através da revisão bibliográfica entender a lógica por trás das avaliações de *rating* tanto pela ótica do tomador do empréstimo como pelo prestador, verificando a racionalidade econômica da atuação de ambos. Com isso, determinar a importância da avaliação de risco de títulos soberanos no mercado financeiro globalizado de hoje, assim como sua evolução ao longo do tempo. Ainda, verificar as diferenças metodológicas das três agências tidas como referenciais (Fitch, Moody's e Standard and Poor's) na concepção do grau atribuído aos títulos de créditos dos países. Levantar os pontos qualitativos e quantitativos. O objetivo desta primeira etapa é o de fundamentar os conceitos que serão utilizados no decorrer do trabalho. Os capítulos um e dois se inserem nessa etapa.

A segunda etapa consiste em levantar as variáveis-chave na mensuração e determinação dos países considerados *investment grade*. A partir dos modelos propostos por Cantor e Parker (1996) e Canuto e Fonseca (2003), desenvolver um modelo preditor atualizado e próprio. De posse disso, elaborar um painel conjuntural da situação brasileira como forma de verificar a real possibilidade de uma possível elevação no grau de risco dos títulos brasileiros. Tal etapa refere-se ao capítulo três e quatro.

Por fim, buscar-se-á, através do estudo dos casos estilizados das elevações de *ratings* de Rússia, Índia, México, observar as condições de cada país com suas particularidades de forma a montar um painel comparativo para proceder as conclusões a respeito do caso brasileiro.

2. CONCEITOS, METODOLOGIAS E ESTUDOS ACERCA DO TEMA

2.1 Definições e Conceitos de *rating*, *rating* soberano e diferenciação com o risco-país

O mercado de capitais possui características especiais pelo fato de negociar crédito. Segundo Stiglitz a existência de informação assimétrica neste mercado causa três problemas característicos de tal mercado: *enforcement*⁸, risco moral e seleção adversa.

Por problemas de *enforcement* entende-se a dificuldade existente em assegurar que ambas as partes – tomador e emprestador – irão aderir da mesma forma ao contrato estabelecido e irão respeitar as condições estabelecidas. No caso específico de empréstimos a soberanos observa-se uma dificuldade ainda maior por parte do emprestador em garantir retorno do capital emprestado. Segundo Stiglitz (1986, p5):

*“...domestically, debtors who cannot meet their obligations have the options of filing for bankruptcy. Repayment of international debt, however, is largely voluntary; the penalties to be imposed on a country that does not honor a contract are, at best, indirect. On the other hand, there is no systematic procedure corresponding to bankruptcy, by which a country that has undertaken an excessive amount of debt can discharge its obligations and proceed on its way.”*⁹

O risco moral surge pela incapacidade dos fornecedores de crédito, seja operacional ou por elevados custos, monitorarem as ações dos tomadores de recursos após o contrato de concessão de crédito.

A seleção adversa surge da informação assimétrica obtida pelos fornecedores de crédito a respeito dos projetos de investimentos dos tomadores de recursos que serão feitos com recursos emprestados. Quando é possível diminuir o efeito das assimetrias de informação no sistema financeiro, as transações se desenvolvem. Assim, algumas medidas como coleta e processamento de informações antes das operações, firmação de contratos mais claros e monitoramento dos tomadores de recursos de modo a controlar o uso dos recursos após seu fornecimento, agem no sentido de desenvolver o sistema financeiro (Stiglitz e Grennwald, 2004, apud Frascaroli, Cândido).

⁸ *Enforcement*: segundo a tradução literal – coerção, violência, constrangimento; ainda sanção, execução de uma ordem ou lei.

⁹ “...domesticamente, os devedores que não conseguem pagar suas dívidas, possuem a opção de declarar falência. Já os pagamento de débitos internacionais (realizados entre agentes de diferentes países) é largamente voluntário; as penalidades impostas aos países que não honram um contrato são, no máximo, indiretas. Por outro lado, não há um procedimento padrão em caso de falência no qual o país devedor possa se desfazer de uma parte de sua dívida e proceder de determinada forma.”

A questão de se analisar risco de crédito soberano está ligada à concessão de empréstimos a países que exercem soberania dentro de seu território nacional. O risco soberano é um caso particular, associado às operações de crédito concedidas a Estados soberanos, no qual são avaliadas as variáveis macroeconômicas que possibilitam a quitação do débito do Estado, bem como, a disposição em honrar tais débitos dentro dos prazos e condições previamente acertados. Em outras palavras os países são analisados segundo a probabilidade de *default*¹⁰ e suas condições de solvência.

O *default* ocorre quando o prestador declara formalmente que o tomador do empréstimo violou alguma condição do contrato previamente estabelecido. Um empréstimo pode ser dito em *default* quando o tomador do empréstimo se recusa a pagá-lo ou declara não possuir condições para tal. A condição de *default*, por sua vez, pode ser resultado de uma pré-condição ao não pagamento da dívida por razões diversas, e das condições de solvência do devedor. No caso dos *ratings* soberanos, tais condições podem ser analisadas, de forma genérica, através da identidade entre poupança e investimento.

$$S = I + (G-T) + (X-M)$$

Considerando que o país está disposto a honrar com seus débitos, a sua capacidade de pagamento decorre de: (i) sua capacidade de gerar poupança interna em nível maior que os investimentos; (ii) a competência do governo em gerar superávits fiscais; (iii) a capacidade do país em alcançar superávits comerciais.

Segundo Stiglitz e Gersovitz (1986) o foco central da questão do risco associado a operações entre soberanos – países que absorvem poupança externa e países que fornecem poupança – reside na identificação dos incentivos dados: aos tomadores de empréstimos a pagarem seus débitos, bem como aos prestadores em continuarem concedendo empréstimos. Nesse sentido, as ações de ambos são determinantes para afetar tais incentivos. A questão pode ser resumida da seguinte forma: (i) a boa vontade do tomador de empréstimo em pagar depende fundamentalmente da crença na real possibilidade de punições ou sanções pelo prestador e no eventual rompimento de relações com o mesmo; (ii) o concesso de empréstimo por sua vez, pode simplesmente cortar relações com o mau pagador ou deixar a

¹⁰ Falta de pagamento, inadimplemento (tradução).

cargo do mercado o julgamento do devedor (através do aumento de restrições e das taxas na concessão de empréstimos ao tomador). Isso se deve ao fato que pode ser mais custoso ao prestador aplicar determinada punição e que a mesma não garante em nada a recuperação do capital emprestado.

Os empréstimos a países suscitam várias indagações. Dentre as que se destacam está a falta de uma entidade legal supranacional que venha a forçar o cumprimento dos contratos mantidos entre os países e os entes estrangeiros ou que venha impor sanções relativas ao não cumprimento destes contratos. Neste sentido, existem empresas especializadas na medição da habilidade e da vontade para o pagamento dos créditos tomados por países. Estas instituições são chamadas de agências de *ratings* e elas também analisam a qualidade de pagamento de créditos de empresas e instituições financeiras. Sendo assim, as classificações das agências viabilizam operações com títulos soberanos, visto que para os agentes econômicos o esforço próprio de coleta e processamento de informações acerca dos riscos-soberanos, especialmente de países emergentes, gerariam altos custos inviabilizando tais operações.

Segundo Arruda (2001) o *rating* soberano expressa as condições do ambiente macroeconômico no qual o agente está inserido, refletindo a capacidade e a disposição de um governo em honrar seus compromissos de acordo com os termos estabelecidos. A capacidade de pagamento está diretamente ligada ao desempenho da economia nacional, ou seja, o país precisa produzir riqueza suficiente para saldar suas obrigações financeiras. Já a disposição resulta do interesse político do governo; quer dizer, das prioridades, objetivos e programas estabelecidos. Em outras palavras, será nas ações de política econômica adotadas que o governo expressará sua orientação política, e os objetivos perseguidos podem ser interpretados pelas agências de *rating* como conflitantes com o fortalecimento de sua capacidade de saldar as dívidas públicas internas e externas.

Para Canuto (2002, p.8) “o risco soberano, é um de tipo risco particular, ou seja, o risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos”. Ele parte de uma distinção com os títulos de crédito de instituições privadas, nos quais o exercício de garantias e o monitoramento do cumprimento de contratos adquirem, evidentemente, características distintas daquelas presentes nos casos de crédito para Estados soberanos. Segundo ele os *ratings* soberanos requerem avaliação específica. Além disso, os determinantes da capacidade de pagamento e da disposição a pagar são de outra natureza, reportando-se a variáveis macroeconômicas.

Claessens e Embrechts (2002) partem de uma distinção entre *rating* soberano e risco-país. Segundo estes autores embora fortemente relacionados, eles dizem respeito a objetos distintos. O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos. Diz respeito a todos os ativos financeiros do país, impondo-lhes uma carga compensatória de prêmio no retorno por eles oferecido. Evidentemente, os dois riscos guardam relação de parentesco, já que uma moratória na dívida soberana tende a exercer impacto negativo sobre os demais fluxos de capital para o país, afetando também dívidas externas privadas.

Semelhantemente Bone (2002, p.5) parte da distinção entre os riscos. Segundo ela, “o risco-país refere-se à estabilidade econômica do país de origem da obrigação nos âmbitos cambial, fiscal, monetário e político, que englobam tanto o setor público como privado”. Já o *rating* soberano diz respeito às obrigações do governo federal – *bonds*¹¹ soberanos – de curto e longo prazo em moeda nacional e estrangeira. O risco-país, por outro lado, envolve a dívida do governo federal, estadual, municipal e privada.

Segundo o BACEN - Banco Central do Brasil (2006),

“... o risco-Brasil é um indicador que busca expressar, de forma objetiva, o risco a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País. No mercado, o indicador mais utilizado para essa finalidade mede o rendimento médio de uma carteira hipotética, constituída por papéis emitidos pelo Brasil no exterior, frente ao rendimento dos títulos do tesouro norte-americano de prazo comparável (que são considerados livres de risco)”.

Quanto maior o risco, menor, a priori, a capacidade de o País atrair capital estrangeiro. Em conseqüência, maior é o prêmio com que seus instrumentos de dívida devem remunerar os investidores para compensá-los por assumir esse risco.

Para agência Moody's (2003), “um *rating* é a opinião acerca da capacidade e vontade de um emissor de fazer pagamentos pontuais num instrumento de dívida durante a vida útil do instrumento”. Em outras palavras, é uma previsão ou um indicador do potencial de perda de crédito devido à não realização do pagamento, atraso no pagamento ou pagamento parcial ao investidor. Já a Fitch considera *rating* como sendo “as condições de risco de um emissor honrar seus compromissos financeiros”. A S&P, por sua vez, conceitua como sendo “uma opinião atualizada da qualidade de crédito de uma empresa, instituição ou país em honrar suas

obrigações financeiras”. Essa opinião é centrada na capacidade e na vontade deste em honrar seus compromissos financeiros. Sendo que tal avaliação não se refere a nenhum tipo específico de obrigação e não podendo ser considerado como recomendação de investimento de aplicação financeira.

De uma maneira geral, o *rating* é um instrumento de informação para os investidores que busca dar mais eficiência do mercado financeiro, e de evitar que alguns investidores usem de arbitragem para ganhar sistematicamente do mercado. A partir disso, pode-se considerar o *rating* soberano como uma nota dada por agências independentes de classificação, referente à percepção sobre a capacidade de um país honrar seus compromissos junto a seus credores, refletindo o risco embutido nas operações de investimento em títulos federais do governo, os quais este país oferta no mercado internacional. Já o risco-país, é um indicador que foi criado por um agente privado – o banco JP Morgan – que tem variação diária e usa como referência a diferença entre o rendimento médio (juros) da carteira de títulos emitidos pelo país e o rendimento dos títulos do Tesouro norte-americano (tidos como de referência de risco zero). Desta forma, mensura a procura por papéis de cada país no mercado externo, servindo como referência (via variação dos *spreads* pagos) para o fluxo de recursos que estão migrando para cada economia. Pode-se dizer que o risco-país é mais abrangente e seu indicador demonstra o risco coletivo do país, ou seja, consideram-se, também, os agentes privados (empresas).

2.2 Metodologias de avaliação de *ratings* soberanos

As agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo. A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, assim como, a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de *rating* soberano demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores.

Dentre as principais agências de *rating* internacionais destacam-se a Fitch, a Moody’s e a Standard and Poor’s (S&P). No caso de crédito soberano, estas empresas avaliam o risco

¹¹ Títulos da dívida do governo – tradução nossa.

de crédito dos Estados e atribuem notas conforme a análise, posicionando-os como *investment grade* e *speculative grade* ou em *default*.

Tais agências realizam seus estudos próprios e apresentam cada uma sua própria metodologia. Uma pesquisa conduzida pelo FMI mostra que as classificações não resultam de algum modelo estatístico específico que determine quantitativamente a probabilidade de moratória (FMI, 1999). E, de fato isso é verdade, pois segundo a Moody's (2003b) a classificação é o resultado de um trabalho interdisciplinar que combina a análise por meio de métodos quantitativos com a sensibilidade dos analistas a parâmetros qualitativos, sendo dada grande ênfase a esse segundo aspecto. De forma geral, o processo de classificação¹² é composto por três etapas: i) avaliação de conjuntura, ii) quantificação dos fatores avaliados, mesmo que qualitativos, por meio de um “modelo de pontuação” e iii) decisão da classificação por votação em um comitê com base na análise das informações levantadas em (i) e (ii).

O modelo de pontuação¹³ da S&P possui 10 categorias e o da Fitch 14, mas ambos podem ser consolidados em 5 categorias gerais: risco político, civil e institucional; setor real; setor monetário e financeiro; setor externo; e setor fiscal. No caso da S&P, a cada categoria é atribuída uma nota de 1 (melhor) a 6 (pior). Os valores das categorias são ponderados e somados para a obtenção da pontuação total. Os fatores qualitativos são avaliados com base na experiência e entendimento subjetivos dos membros do comitê; para as variáveis quantificáveis são estabelecidos níveis correspondentes a cada nota. A avaliação das categorias não é independente, pois os fatores políticos e institucionais influenciam a dinâmica dos demais setores e vice-versa.

Em suma as agências levam em consideram os seguintes pontos, com suas respectivas variáveis:

- Risco Político, Civil e Institucional: estabilidade e legitimidade das instituições políticas; consituição e relacionamento entre as principais instituições; independência do judiciário; participação popular nos processos políticos; proibidade da sucessão das lideranças; características dos partidos políticos e da base de apóio ao governo (estável ou instável, ampla ou estreita); grau de coesão dos principais partidos políticos em torno das diretrizes da política econômica; independência do banco central; transparência nas

¹² As informações sobre o processo de classificação forma obtidas em Bhatia (2002) e FMI (1999) e complementadas com informações obtidas nos sítios da internet das próprias agências.

decisões e objetivos da política econômica; histórico da reação das autoridades a situações adversas; credibilidade dos principais membros da equipe de primeiro escalão do governo; objetivos e estratégia da política externa; participação em organizações internacionais e em blocos comerciais; relacionamento com instituições multilaterais de crédito (FMI, Banco Mundial, etc); risco geopolítico (possibilidade de guerra); risco de revolução ou golpe de estado; tamanho, crescimento e importância das forças armadas; segurança pública; liberdade de imprensa; legislação e instituições direcionadas a regulação da concorrência pressões sociais devidas ao baixo padrão de vida da população; desenvolvimento dos serviços de saúde e saneamento; a existência de conflitos étnicos e religiosos. Nesse sentido, consideram-se as variáveis: Índice de desenvolvimento humano (Banco Mundial); índice de percepção de corrupção (Transparency International) ; lista das "verdadeiras democracias"(Freedom House) ; índice de direitos políticos (Freedom House); índice de liberdade civil (Freedom House).

- Setor Real e Estrutura Econômica: Taxa e padrão do crescimento econômico; prosperidade, diversidade e grau de orientação para a economia de mercado; existência de políticas industriais e agrícolas distorcidas; disparidade na distribuição da renda; competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro; eficiência do setor público; tamanho do setor público em relação ao setor privado; tamanho e importância das empresas estatais financeiras e não-financeiras e perspectivas de privatização; protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado; integração financeira e comercial com o exterior; volume e composição da poupança e do investimento; diversificação da estrutura produtiva e das exportações; flexibilidade e qualificação da mão-de-obra; nível educacional da população; infra-estrutura de transportes e comunicações; disponibilidade de recursos naturais, inclusive reservas comprovadas de minérios e combustíveis fósseis. Consideram-se as variáveis: PIB (em US\$ e baseado no PPC2); crescimento real do PIB; PIB *per capita* (em US\$ e baseado no PPC); crescimento real do PIB *per capita*; investimento/PIB, com detalhamento para investimento privado e público; poupança doméstica/PIB, com detalhamento para setor público, setor privado e famílias; consumo/PIB; crescimento real do investimento; taxa de desemprego; coeficiente de Gini; crescimento populacional; crescimento da

¹³ Não foi possível a obtenção de informações sobre o modelo de pontuação da Moody's.

produtividade; composição do PIB por setores (agricultura, serviços e indústria); consumo de petróleo/PIB; percentagem da população matriculada em escolas de nível médio ou superior; grau de abertura (importações+exportações/PIB); tarifa média de importação; barreiras não tarifárias; estrutura do comércio exterior por produtos e parceiros comerciais.

- Setor Fiscal: condução da política fiscal e seus objetivos de curto e longo prazos; receitas e despesas do governo geral; necessidades brutas e líquidas de financiamento do governo geral; fontes de financiamento do setor público (internas ou externas, monetária ou não monetária); flexibilidade na administração das receitas, que está relacionada com a capacidade do governo em aumentar a arrecadação quando necessário; flexibilidade na administração das despesas, que está relacionada com a rigidez dos gastos primários devido ao elevado percentual de despesas não vinculadas; eficiência dos gastos públicos; pressões estruturais sobre o crescimento dos gastos públicos, como pagamento futuro de aposentadorias, crescimento dos gastos com seguridade social e passivos contingenciais; receitas atuais e futuras com privatização; acúmulo de pagamentos atrasados; parcela da receita comprometida com juros; composição por moeda e perfil de vencimento da dívida pública; composição da dívida pública por devedor e credor; porte e solidez das empresas não financeiras do setor público; pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios fiscais. Sendo estas as variáveis: receitas/PIB; despesas/PIB; despesas discricionárias/despesas totais; resultado nominal e primário/PIB; dívida bruta e líquida/receitas; dívida líquida e bruta/PIB; juros pagos/PIB; juros pagos/receitas totais; passivos contingenciais estimados (esqueletos)/PIB; dívida em moeda estrangeira ou indexada a moeda estrangeira/dívida total; dívida externa/dívida total; composição % da dívida por credor; sensibilidade da dívida a flutuações nas taxas de juros.
- Setor Monetário e Financeiro: coerência e sustentabilidade das políticas monetárias e cambiais; compatibilidade do regime cambial com objetivos monetários; comportamento dos preços nos ciclos econômicos; expansão monetária e do crédito; fatores institucionais, como o grau de independência do banco central; abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária; grau de desenvolvimento do mercado de capitais local; efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito; solidez do setor financeiro; solidez do setor financeiro. Variáveis utilizadas: Inflação (índice de

preços ao consumidor); crédito doméstico total/PIB; crédito doméstico ao setor privado/PIB; crescimento real do crédito doméstico total; crescimento real do crédito doméstico ao setor privado; M2/PIB; crescimento nominal do M2; grau de dolarização (total de depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário doméstico/total de depósitos no sistema bancário doméstico).

- Setor Externo: impacto das políticas monetárias sobre as contas externas; estrutura da conta corrente do balanço de pagamentos; nível e composição dos fluxos de capitais (curto ou longo prazo; investimentos estrangeiros em portfólio ou diretos); nível e perfil de vencimentos da dívida externa total (pública e privada); composição da dívida externa por moedas, por prazo (curto ou longo prazo) e sua sensibilidade a flutuações nas taxas de juros internacionais; nível e composição das reservas internacionais líquidas, buscando-se excluir o montante destinado a manutenção de um regime de câmbio fixo como o *currency board*, depósitos dos bancos domésticos em suas matrizes no exterior, operações no mercado futuro de câmbio e outras operações que reduzam o nível efetivamente utilizável das reservas internacionais. Consideram-se as variáveis: dívida externa bruta e líquida (total, pública e privada)/receitas em conta corrente; dívida externa total bruta e líquida (total, pública e privada)/PIB; serviço da dívida (total, pública e privada)/receitas em conta corrente; serviço da dívida (total, pública e privada)/PIB; dívida externa de curto prazo/dívida externa (total, pública e privada); necessidades brutas de financiamento externo (em US\$); reservas internacionais líquidas (em meses de importação); reservas líquidas /dívida externa de curto prazo; reservas internacionais brutas/M2; resultado em conta corrente/PIB; crescimento nominal e real das exportações de bens e serviços; crescimento nominal e real de importações de bens e serviços; investimento direto estrangeiro (em US\$ e em % do PIB).

Após analisar esses pontos, a classificação final é determinada por votação. Em seguida, é elaborado e divulgado um relatório que incorpora a visão majoritária do comitê. O relatório busca explicitar os principais fatores subjacentes à classificação, indicando quais são as principais preocupações da agência, por que a classificação não é maior ou menor, os fatores que podem levar a sua redução ou elevação e quais são as perspectivas para a classificação em diferentes cenários (Moody's 2002a).

Cada agência apresenta características próprias em suas classificações. As classificações da Moody's são indicadores da perda esperada, que é uma função da probabilidade de moratória e da expectativa de perda monetária em caso de inadimplemento (Moody's, 1999 e Bhatia, 2002). Já a Fitch avalia apenas a probabilidade de moratória até sua ocorrência, a partir de então diferenciando suas avaliações com base na perspectiva de recuperação do principal (Fitch, 1998 e Bhatia, 2002). No caso da S&P, as classificações buscam refletir simplesmente a probabilidade de moratória e não se refere a sua gravidade, o período em que o governo permanecerá em moratória, o termo de uma possível renegociação da dívida e o valor esperado de recuperação do principal (Bhatia, 2002).

De uma maneira geral, as classificações são variações da escala A, B, C, D. Na escala da S&P e da Fitch, a melhor classificação é "AAA" e a pior "D". Já na escala da Moody's, a melhor classificação é "Aaa" e a pior "C". Quanto pior a classificação, maior é a probabilidade de moratória e vice-versa. Os governos classificados acima de "BBB-" ou "Baa3" são considerados "grau de investimento", enquanto os classificados abaixo são considerados de "grau de especulação". Para diferenciar governos em uma mesma categoria, a S&P e a Fitch adotam sinais aritméticos (+ e -) e a Moody's números (1, 2 e 3). As categorias mais elevadas (AAA e Aaa) e as mais baixas (CC, Ca, ou abaixo), não possuem tais símbolos de diferenciação.

A tabela 1 abaixo compila as classificações das três agências consideradas.

Interpretação	Fitch	Moody's	S&P
<i>INVESTMENT GRADE</i>			
Qualidade mais alta	AAA	Aaa	AAA
Qualidade alta	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Alta capacidade de pagamento	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Adequada capacidade de pagamento	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
<i>SPECULATIVE GRADE</i>			
Países que irão cumprir suas obrigações, porém com incerteza	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Obrigações de alto risco	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
<i>DEFAULT</i>			
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	-	CC
	C	-	C
	DDD	Ca	SD
	DD	C	D
	D	-	-

Tabela 1 – Avaliação do Símbolo de Dívida de Longo Prazo

Fonte: Fitch, Moody's e Standard and Poor's

2.3 A Racionalidade e a importância do estudo de *ratings*

A abertura do caminho para o avanço dos estudos sobre risco em carteiras de investimentos foi dada por Markowitz, a partir da construção de uma carteira onde a escolha dos ativos deveria minimizar a presença de ativos com risco não-sistemático, preferindo somente aqueles com riscos não-diversificáveis. Mais tarde, Sharpe seguindo Markowitz afirmou que a diversificação seria a única arma contra o risco, quando a escolha de um portfólio compõe ativos com prazos, retornos e origens diferentes. Contudo, essa diversificação e tentativas de minimizar os riscos sistêmicos, dependem de informações

corretas e confiáveis sobre empresas, países, tomadores e investidores, ou seja, sobre os *players* atuantes no mercado financeiro. Ao mesmo tempo, esse mercado é particularmente caracterizado por deter informações assimétricas e incompletas para uma ou ambas as partes de um contrato, independente do mercado ter um sistema financeiro maduro ou não.

Segundo Milene (2001), partindo dessa hipótese de assimetria de informações, apenas os tomadores de crédito conheceriam sua real condição e disposição em honrar a obrigação, ou seja, seu risco de crédito. Por outro lado, os emprestadores disporiam apenas de informações sobre a probabilidade média de *default* no mercado. Sendo assim, o *rating* – como parte de um sistema informacional imperfeito – não poderia desvincular-se de sua natureza, resultando também em um produto passível de falha. Apesar disso, a racionalidade da mensuração de *rating* por empresas especializadas reside na economia de custos para os emprestadores em terceirizar a atividade de levantamento de informação. O papel das agências seria, portanto, o de centralizar, processar e avaliar a informação disponível e depois disponibilizá-la de forma sintetizada.

A importância do estudo de *ratings* para os investidores decorre de que os mesmos servem como um auxílio na precificação do risco de crédito em títulos de renda fixa que eles possam comprar ou vender. Muitos investidores usam *ratings* como limites em seus parâmetros de investimento, e como um meio de expandirem seus horizontes para mercados ou tipos de títulos que eles não cobrem com as suas próprias análises. Por parte dos tomadores de créditos (os emissores de dívida), os *ratings* ajudam na obtenção de acesso estável e flexível a fontes de capital (Moody's 2003).

Cantor e Parker (1996) ressaltam que as classificações de risco são indicadores simples e públicos – visto que as agências disponibilizam suas listagens regularmente em seus sítios da internet – que reduzem as incertezas com relação ao risco dos títulos governamentais, desempenhando um importante papel. Aos agentes econômicos que usam tais *ratings* como substitutos de esforços próprios de coleta e processamento de informações, as classificações viabilizam operações com títulos soberanos, principalmente no caso de países emergentes que, na ausência das classificações, teriam acesso mais limitados a recursos externos e a custos maiores.

2.4 Estado do conhecimento a respeito dos *ratings* soberanos

Em linhas gerais, os estudos realizados até hoje tiveram por objetivo analisar a relação dos *ratings* soberanos com o comportamento dos fundamentos econômicos e do *spread* dos títulos de dívida soberano buscando entender a lógica das classificações de risco desenvolvidas pelas agências e o grau de sabedoria do mercado em desmistificar esse processo. Os estudos abaixo foram organizados a partir do trabalho de Bone (2003).

a) CANTOR e PARKER (1996)

Cantor e Parker, publicaram uma análise sobre os *ratings* de países atribuídos pela Standard & Poor's e pela Moody's. A partir de uma numerosa lista de indicadores econômicos, políticos e sociais que são utilizados para a determinação dos *ratings* soberanos, os quais são citados nos relatórios das agências de *rating*, os autores investigaram a relação existente entre os *ratings* dados pela Moody's e pela Standard and Poor's, através de uma regressão múltipla.

A amostra utilizada por Cantor e Parker abrangeu 49 países. Como variável dependente eles utilizaram a média das classificações da Standard and Poor's e da Moody's em setembro de 1995, após sua conversão para uma escala numérica de equivalência. O período considerado para as variáveis explicativas variou substancialmente: para o crescimento real do PIB, foi considerada a média anual de 1991 a 1994; para inflação, déficit em conta corrente (em % do PIB) e resultado fiscal do governo central (em % do PIB), foi considerada a média anual de 1992 a 1994; para o PIB *per capita* e a dívida externa como proporção das exportações de bens, levaram em conta o resultado registrado no final de 1994. O nível de desenvolvimento econômico foi estabelecido de acordo com a classificação de economias industrializadas em setembro de 1995, segundo o FMI. Para quantificar este fator e o histórico de moratória foram utilizadas variáveis *dummy*¹⁴ (1 = industrializada / 0 = não industrializada; 1 = entrou em moratória pelo menos uma vez desde 1970 / 0 = não entrou em moratória desde 1970). Nesse estudo a variável dependente variava entre o *rating* da Moody's, o *rating* da Standard and Poor's e a média dos *ratings* entre eles.

Cantor e Parker mostraram que as diferenças entre as classificações soberanas podiam ser explicadas por um conjunto relativamente pequeno de variáveis. Uma classificação alta estaria associada a um nível elevado de renda *per capita* em dólares, inflação baixa (medida

¹⁴ Dummy: variável indicativa que possibilita expressar numericamente variáveis qualitativas.

pelo índice de preços ao consumidor), taxa elevada de crescimento econômico, uma baixa relação entre a dívida externa total e as exportações, a ausência de episódios de moratória a partir de 1970 e um alto nível de desenvolvimento econômico, segundo classificado pelo FMI. Por outro lado, o resultado fiscal do governo central e o déficit em conta corrente, ambos em proporção do PIB, apareceram como estatisticamente insignificantes. Ainda, os autores verificaram que: “Moody’s dá mais peso à dívida externa e menos peso ao histórico de inadimplência como fatores negativos que a Standard and Poor’s. Assim como, Moody’s dá um peso menor à renda *per capita* como um fator positivo” (Canuto e Fonseca, 2003, p.34).

Cantor e Parker pesquisaram, também, sobre as evidências de que as classificações atribuídas pelas agências de *rating* afetam os *spreads* de títulos soberanos. Os autores realizaram um estudo de eventos, no qual se mediu o efeito do anúncio de um novo *rating* nos *spreads* dos títulos. A amostra utilizada possuía 79 anúncios de mudança na classificação de risco de 18 países emissores de títulos em dólar, feitos por uma das duas agências, no período de 1987 a 1994. A constatação dos autores foi que o anúncio de mudança de *rating* soberano realizado por uma agência costuma ser precedido por uma alteração similar na avaliação do risco soberano feita pelo mercado.

Entretanto, não foi possível afirmar se somente os anúncios de mudança de *rating* influenciavam a percepção do risco soberano pelo mercado. Para resolver esta questão, Cantor e Parker estudaram o efeito do anúncio nos *spreads* em uma janela de 2 dias. Seus resultados estatísticos sugerem que a influência dos anúncios das agências de *rating* sobre os *spreads* dos títulos emitidos em dólares é significativa. Verificou-se que aproximadamente 63% dos anúncios estão associados com a mudança nos *spreads* na direção esperada durante o período de anúncio. Quando os anúncios são divididos em duas categorias, uma referente a títulos do tipo *investment grade* e a outra referente aos *sub-investment grade*, o efeito dos 50 anúncios é altamente significativo no caso da segunda categoria (81,5%), mas estatisticamente insignificante no da primeira. Para explicar esse resultado dos anúncios dos *investment grade*, os autores imaginaram que poderia haver a possibilidade de existir na amostra um grande número de anúncios acertadamente previstos pelo mercado, o que encobriria respostas significantes de anúncios não-antecipados.

Para resolver esta questão, Cantor e Parker construíram três *proxies* para previsão, as quais mediriam as condições das mudanças nos *spreads* relativos, das diferenças de *rating*

entre as agências e dos outros anúncios de *rating* efetivamente antes dos anúncios. Contrariando as expectativas dos autores, o mercado não reduziu de forma significativa o impacto dos anúncios de mudanças no *rating* soberano. Mais do que isso, as regressões indicam que o impacto do anúncio de uma agência é maior quando esse anúncio confirma o *rating* da outra agência.

b) HAQUE, MARK E MATHIESON (1998)

Os autores realizaram um estudo que tinha por objetivo examinar a importância relativa das variáveis econômicas e políticas na determinação do *rating* de um país. Para realizarem tal estudo, montaram um painel de 60 países em desenvolvimento, de 1980 a 1993, com *ratings* da Institutional Investor, Euromoney e Economist Intelligence Unit. Os autores usaram o *rating* soberano como variável dependente e as seguintes variáveis independentes: *rating* soberano defasado, termos de troca, taxa de juros dos títulos do Tesouro Americano de 3 meses, taxa de crescimento das exportações, conta corrente/PIB, reservas/importações, dívida externa/PIB, taxa de câmbio real, taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação e variáveis políticas (guerrilhas, assassinatos, greves gerais, crises do governo principal, revoluções etc.). Através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), concluíram que: as variáveis econômicas possuem maior peso nos *ratings*, que as variáveis políticas. Isso se deve a dois motivos: (a) as agências não reagem a esses acontecimentos; (b) a performance econômica, representada por variáveis econômicas discretas, é afetada por eventos políticos (variável contínua), que, por sua vez, é um sinalizador do grau de estabilidade econômica do país.

c) EICHENGREEN E MOODY (1998)

Realizaram um estudo dos determinantes do *spread* soberano dos países emergentes. Através da análise de 1489 títulos lançados em 37 países, entre a América Latina, leste da Ásia tanto nos setor privado quanto público, no período de 1991-1996, constataram que as mudanças nos fundamentos explicaram uma fração importante do comportamento do *spread* soberano, principalmente durante as crises do leste da Ásia e América Latina.

d) KAMIM E KLEIST (1999)

Os autores analisaram a evolução dos *spreads* soberanos dos países emergentes em relação aos *spreads* dos títulos Brady, na década de 90. Ainda que os *spreads* dos títulos Brady não representem a tendência de todos os *spreads* dos títulos de países emergentes, eles são fortemente relacionados com os *ratings* de crédito, maturidade e denominação da moeda. Foi verificado que os investidores, sistematicamente, têm cobrado *spreads* de empréstimos mais altos na América Latina e Europa Oriental do que na Ásia e Oriente Médio. Além disso, que os *spreads* de dívida dos países emergentes vêm declinando com o tempo, sendo a alta ocorrida na crise da Ásia fruto de vários fatores entre eles o *rating* soberano, os *ratings* de crédito e as maturidades dos títulos.

e) REISEN E VON MALTZAN (1999)

Examinaram a relação entre as mudanças de *ratings* soberanos e os *spreads* dos títulos do governo federal. Foi encontrado impacto significativo dos *upgrades* e *downgrades* dos *ratings* soberanos nos *spreads* dos títulos do governo federal. Em outras palavras, poderia se dizer que os *ratings* afetam os *spreads*. Além disso, os autores concluíram que a relação inversa também ocorre, ou seja, os *spreads* também podem afetar os *ratings*. Isso acontece quando o mercado é capaz de antecipar as crises, neste caso, a mudança dos *ratings* se torna resultante de mudanças no *spread*.

f) MONFORT E MULDER (2000)

Os autores buscaram verificar se os *ratings* possuem reação pro cíclica, contra cíclica ou acíclica em relação aos indicadores de crise. Através de um painel de 20 países emergentes, com dados trimestrais de janeiro de 1995 a janeiro de 1999, de *ratings* emitidos pela Moody's, Standard & Poor's e Institutional Investors, concluíram que as agências não reagem a pequenas mudanças ou mudanças esperadas nos fundamentos. Por consequência, as mudanças de *ratings* advêm de informações novas, ligadas às variáveis investimento/PIB e taxa de inflação. As agências reagem às novas informações, e, por isso, não prevêm completamente os ciclos de negócios e as tendências. Isso explicaria o fato de muitos países receberem *downgrades*¹⁵ em seus títulos depois das crises. Além disso, como as agências dão

¹⁵ Rebaixamento na classificação dos títulos de dívida.

especial atenção ao risco de *default*, o uso dos *ratings* para requerimentos de capital (empréstimos), pode se tornar perigoso.

g) MULDER E PERRELLI (2001)

Buscaram explicar o fenômeno de *overshooting*¹⁶ dos *ratings* e identificar os fundamentos econômicos no processo de *downgrade*. Os resultados mostraram que mudanças nos *ratings* para países emergentes têm sido dominadas pelas variáveis investimento/PIB, dívida total/exportações e história de renegociação da dívida. Além disso, posteriormente à crise da Ásia, as agências de *rating* começaram a dar atenção especial à relação dívida de curto prazo/reservas internacionais.

h) CANUTO E FONSECA DOS SANTOS (2003)

A partir do modelo proposto por Cantor e Parker, e com base na importância atribuída a cada variável pelas agências, conforme sinalizado em seus relatórios, os autores desenvolveram uma outra versão, com uma amostra maior de países (66 ao todo) e dados de 2002. Em seu estudo Canuto e Fonseca utilizaram, como variável dependente, a média das classificações das três agências, em vez de apenas S&P e Moody's como no modelo de Cantor e Parker. Além disso, eles substituíram a variável explicativa déficit em conta corrente/PIB pelo grau de abertura (exportações e importações de bens e serviços/PIB) e incluíram a variável dívida bruta do governo geral/receitas fiscais totais.

Os resultados obtidos se assemelham aos do estudo de Cantor e Parker. A regressão em *cross-section* se mostrou significativa e explicou cerca de 88% da variação na classificação média. A exceção ficou por conta da variável déficit do governo geral que apresentou sinal não esperado e baixa significância estatística. A explicação dos autores para este resultado é que um déficit fiscal reduzido não necessariamente reflete uma situação estável derivada de uma sólida condução da política fiscal, podendo ser simplesmente uma reação a um ambiente de incerteza por parte do mercado que obriga o governo a reduzir suas necessidades de financiamento.

Além disso, Canuto e Fonseca observaram uma contribuição significativa ao R² ajustado após a inclusão conjunta das variáveis “grau de abertura” e “dívida bruta do governo

¹⁶ Termo genérico que designa uma forte variação repentina em determinada variável.

geral”. Dito de outro modo, a incorporação dessas variáveis no modelo aumenta a percentagem da variação na classificação média explicada pelas variáveis independentes.

3. DETERMINAÇÃO DAS VARIÁVEIS E DEFINIÇÃO DO MODELO EXPLICATIVO DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO-SOBERANO

A partir do modelo proposto por Cantor e Parker e, especialmente, do estudo feito por Canuto e Fonseca, desenvolveu-se esta nova versão. Nesse estudo utilizou-se uma amostra de 60 países (listados na tabela 2), com dados mais recentes (2003-2007) de onde foi retirada a variável grau de desenvolvimento econômico colocando em seu lugar a variável índice de liberdade econômica¹⁷ por considerar esta mais completa, por se tratar de um índice mais completo que engloba uma série de variáveis. Além destas mantiveram-se as demais variáveis propostas no artigo de Canuto e Fonseca, as quais são: renda *per capita*, inflação, taxa de crescimento real do PIB, grau de abertura comercial, dívida externa líquida total sobre as receitas em conta corrente, resultado nominal do governo geral como proporção do PIB, dívida bruta do governo geral sobre suas receitas totais, crédito ao setor privado e moratória (tabela 3). Busca-se com isso, verificar se um conjunto pequeno, dentre as variáveis já citadas no escopo do trabalho, que podem ser usadas como preditoras das classificações.

Previamente pode-se esperar uma relação direta da classificação de risco com as variáveis: índice de liberdade econômica, renda *per capita*, taxa de crescimento real do PIB, grau de abertura da economia, crédito ao setor privado. Dito de outra forma estima-se que tais variáveis apresentem variações no mesmo sentido, por exemplo: é de se esperar que os países com uma renda *per capita* elevada recebam um grau mais alto, representado na classificação numérica da tabela 2 por um número menor. Espera-se ainda uma relação inversa da classificação de risco com as variáveis: dívida externa líquida total e dívida bruta do governo geral e moratória. Ou seja, um país que apresente uma elevada dívida externa ou onde o governo esteja com altas dívidas receberia uma classificação mais baixa, representada por um número maior na classificação. Em relação ao resultado nominal do governo, se espera que esta variável apresente um sinal negativo, visto que boa parte dos países da amostra apresentava déficits nominais nas contas do governo. Ou seja, espera-se uma relação inversa, na qual um país com superávit nas contas do governo receba uma classificação mais alta, uma menor percepção de risco.

¹⁷ Índice de Liberdade Econômica (Index of Economic Freedom) é um índice calculado pela The Heritage Foundation, que avalia o grau de liberdade econômica de 162 países. A pesquisa considera dez categorias de liberdade econômica na pesquisa: nos negócios; no comércio; liberdade fiscal; de intervenção do governo; monetária; de investimentos; financeira; de corrupção; do trabalho; e direitos de propriedade.

	FITCH		MOODY'S		S&P		Média das Escalas Numéricas
	Classificação	Escala Numérica de Equivalência	Classificação	Escala Numérica de Equivalência	Classificação	Escala Numérica de Equivalência	
Grupo 1							1,0
Austria	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Canada	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
França	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Alemanha	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Irlanda	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Cingapura	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Espanha	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Suíça	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Reino Unido	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Estados Unidos	AAA	1	Aaa	1	AAA	1	1,0
Grupo 1-4							2,9
Austrália	AA+	2	Aaa	1	AAA	1	1,3
Bélgica	AA+	2	Aa1	2	AA+	2	2,0
Nova Zelândia	AA+	2	Aaa	1	AA+	2	1,7
Hong Kong	AA	3	Aa2	3	AA	3	3,0
Japão	AA	3	Aaa	1	AA	3	2,3
Portugal	AA	3	Aa2	3	AA-	4	3,3
Eslovênia	AA	3	Aa2	3	AA	3	3,0
Itália	AA-	4	Aa2	3	A+	5	4,0
Kuwait	AA-	4	Aa2	3	AA-	4	3,7
Chipre	AA-	4	A1	5	A+	5	4,7
Grupo 5-7							5,6
China	A+	5	A1	5	A	6	5,3
Coreia do Sul	A+	5	A2	6	A	6	5,7
Arábia Saudita	A+	5	A1	5	AA-	4	4,7
Taiwan	A+	5	Aa3	4	AA-	4	4,3
Chile	A	6	A1	5	A+	5	5,3
Estônia	A	6	A1	5	A	6	5,7
Israel	A	6	A2	6	A	6	6,0
Eslováquia	A	6	A1	5	A	6	5,7
Malásia	A-	7	A3	7	A-	7	7,0
Polônia	A-	7	A2	6	A-	7	6,7
Grupo 8-10							8,9
Hungria	BBB+	8	A2	6	BBB+	8	7,3
México	BBB+	8	Baa1	8	BBB+	8	8,0
Rússia	BBB+	8	Baa2	9	BBB+	8	8,3
África do Sul	BBB+	8	Baa1	8	BBB+	8	8,0
Tailândia	BBB+	8	Baa1	8	BBB+	8	8,0
Bulgária	BBB	9	Baa3	10	BBB+	8	9,0
Romênia	BBB	9	Baa3	10	BBB-	10	9,7
Tunísia	BBB	9	Baa2	9	BBB	9	9,0
Índia	BBB-	10	Ba2	12	BBB-	10	10,7
Marrocos	BBB-	10	Ba1	11	BB+	11	10,7
Grupo 11-14							11,8
Brasil	BB+	11	Baa1	8	BBB-	10	9,7
Colômbia	BB+	11	Baa2	9	BB+	11	10,3
Egito	BB+	11	Baa3	10	BB+	11	10,7
Perú	BB+	11	Baa2	9	BB+	11	10,3
Indonésia	BB	12	Baa3	10	BB-	13	11,7
Filipinas	BB	12	B1	14	BB-	13	13,0
Turquia	BB-	13	Baa3	10	BB-	13	12,0
Ucrânia	BB-	13	B1	14	BB-	13	13,3
Uruguai	BB-	13	B1	14	B+	14	13,7
Venezuela	BB-	13	B2	15	BB-	13	13,7
Grupo 15-24							15,4
Papua N. Guiné	B+	14	B1	14	B+	14	14,0
Mongólia	B+	14	B1	14	BB-	13	13,7
Rep. Dominicana	B	15	B2	15	B+	14	14,7
Bolívia	B-	16	B3	16	B-	16	16,0
Libano	B-	16	B3	16	CCC+	17	16,3
Equador	CCC	18	Caa2	18	B-	16	17,3
Argentina	RD	24	B3	16	B+	14	18,0
Suriname	B	15	Ba3	13	B+	14	14,0
Moldavia	B-	16	Caa1	17	-	-	16,5
Jamaica	B+	14	Ba2	12	B	15	13,7

Tabela 2 – Classificação Soberana por País e Agência em 31/12/2007

Fonte: Fitch, Moody's e S&P

Na tabela 3, abaixo, é feita uma descrição detalhada das variáveis escolhidas.

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	COD.	PERÍODO	FONTE
Classificação (variável dependente)	Classificações de longo-prazo em moeda estrangeira, convertidas para uma escala numérica, conforme a tabela 2	GRAU	31 de Dezembro de 2007	Moody's, S&P e Fitch
Índice de Liberdade Econômica	Índice que avalia o grau de liberdade econômica levando em conta dez categorias de análise: nos negócios; no comércio; liberdade fiscal; de intervenção do governo; monetária; de investimentos; financeira; de corrupção; do trabalho; e direitos de propriedade.	LIB	<i>Index of Economic Freedom</i> de 2008 (os dados utilizados no cálculo do índice se referem aos valores de 2007)	<i>The Heritage Fondation</i>
Renda <i>per capita</i>	Em mil US\$ correntes de 2007	PIBCAP	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Inflação	Variação percentual em 12 meses do índice de preços ao consumidor (fim de período).	INFLA	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Taxa de crescimento real do PIB	Em %	CRESC	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Grau de abertura	Exportações somas as importações de bens e serviços em % do PIB	ABERT	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , março de 2008
Dívida externa total líquida	Em % das receitas em conta corrente do balanço de pagamentos (exportações de bens e serviços fatores e não-fatores mais transferências unilaterais). Dívida externa bruta deduzidos ativos brutos no exterior. No caso de países emergentes os ativos externos brutos incluem somente depósitos à vista, reservas internacionais, inclusive ouro, e fundos governamentais depositados no exterior. Ativos do setor privado não financeiro no exterior não são contabilizados, pois são geralmente acumulados por meio de fuga de capitais e é improvável que sejam repatriados durante uma crise.	DIVEXT	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Resultado nominal do governo geral	Em % do PIB. Abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.	RESULNOM	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Dívida bruta do governo geral	Em % das receitas do governo geral. Abrange governo federal ou administração central, inclusive o sistema previdenciário, banco central e governos locais. Não inclui as empresas estatais financeiras e não financeiras.	DIVREC	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Moody's, <i>Moody's Statistical Handbook</i> , março de 2008
Crédito ao setor privado	Crédito disponibilizado ao setor privado em % do PIB.	CRED	Média dos dados anuais de 2003 a 2007	Fitch, <i>Sovereign Data Comparator</i> , março de 2008
Moratória	1 = o governo suspendeu o pagamento de juros ou principal da dívida interna ou externa, contratada por meio títulos ou empréstimos bancários, pelo menos 1 vez desde 1975; 0 = o governo nunca suspendeu o pagamento o pagamento da dívida interna ou externa desde 1975.	DEFAULT	1975 a 2007	Moody's, S&P e Fitch

Tabela 3 – Descrição das Variáveis Utilizadas na Regressão

Através do método dos mínimos quadrados ordinários, procedeu-se em uma regressão em *cross-section* com o objetivo de testar os efeitos das variáveis descritas sob a classificação média das três agências, seguindo o modelo:

$$GRAU = C + \beta_0 \text{RESULNOM} + \beta_1 \text{PIBCAP} + \beta_2 \text{LIB} + \beta_3 \text{INFLA} + \beta_4 \text{DIVREC} + \beta_5 \text{DIVEXT} + \beta_6 \text{DEFAULT} + \beta_7 \text{CRESC} + \beta_8 \text{CRED} + \beta_9 \text{ABERT} + \mu$$

Na tabela 4 apresentam-se os resultados da regressão.

Dependent Variable: GRAU				
Method: Least Squares				
Sample: 1 60				
Included observations: 59				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.186.610	3.636.979	1.975.983	0.0539
RESULNOM	-0.011207	0.074449	-0.150532	0.8810
PIBCAP	-0.000158	4.10E-05	-3.848.340	0.0004
LIB	-0.004426	0.057924	-0.076406	0.9394
INFLA	0.334503	0.090068	3.713.899	0.0005
DIVREC	0.009903	0.002437	4.064.345	0.0002
DIVEXT	0.002875	0.003177	0.904804	0.3701
DEFAULT	0.516255	0.813040	0.634969	0.5285
CRESC	0.109315	0.197882	0.552423	0.5832
CRED	-0.015190	0.011387	-1.333.945	0.1885
ABERT	-0.002057	0.005420	-0.379473	0.7060
R-squared	0.852183	Mean dependent var		7.500.000
Adjusted R-squared	0.821388	S.D. dependent var		5.140.087
S.E. of regression	2.172.331	Akaike info criterion		4.556.023
Sum squared resid	2.265.130	Schwarz criterion		4.943.361
Log likelihood	-1.234.027	F-statistic		2.767.260
Durbin-Watson stat	1.691.135	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabela 4 – Resultados da Regressão

Verificou-se que apenas o PIB *per capita* (PIBCAP), a inflação (INFLA) e a dívida bruta do governo sob suas receitas (DIVREC) são variáveis preditoras do *rating*, e apresentaram os sinais esperados. As demais variáveis poderiam ser excluídas do modelo, visto que possuem baixo poder explicativo considerando os resultados obtidos para os seus coeficientes. O método como um todo explicou os resultados observados nos *ratings* da amostra em 85,2% dos casos. O teste de Durbin-Watson demonstrou que não houve problema de multicolinearidade, o teste F rejeita a hipótese dos coeficientes serem iguais a zero e o teste Akaike mostra que o modelo se ajusta bem aos dados.

A partir disso, foi desenvolvido outro modelo no qual multiplicou-se a variável dívida externa total líquida em relação as receitas correntes no BP, pela variável *dummy* do histórico de moratória. O motivo disto é que o tamanho da dívida pode não ser tão relevante, mas sim o tamanho associado ao histórico de pagamento. A lógica disso é que países como os EUA, que apresenta um bom histórico de pagamento, podem ter uma dívida externa alta sem que isso necessariamente acarrete em problemas de solvência externa. Diferentemente a Colômbia, que apresenta uma dívida externa baixa, mas apresenta no seu histórico de pagamento uma moratória da dívida tendem a ter seu risco elevado.

Dependent Variable: GRAU				
Method: Least Squares				
Sample: 1 60				
Included observations: 59				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.471.416	3.368.615	2.217.949	0.0312
RESULNOM	-0.016366	0.068535	-0.238801	0.8123
PIBCAP	-0.000171	3.76E-05	-4.550.279	0.0000
LIB	-0.000646	0.051741	-0.012493	0.9901
INFLA	0.374438	0.084790	4.416.033	0.0001
DIVREC	0.008155	0.002295	3.553.048	0.0009
DIVEXT*DEFAULT	0.015555	0.005687	2.735.237	0.0087
CRESC	0.014187	0.186208	0.076189	0.9396
CRED	-0.012230	0.009996	-1.223.436	0.2270
ABERT	-0.001913	0.004794	-0.398980	0.6916
R-squared	0.868441	Mean dependent var		7.500.000
Adjusted R-squared	0.844277	S.D. dependent var		5.140.087
S.E. of regression	2.028.367	Akaike info criterion		4.405.605
Sum squared resid	2.015.994	Schwarz criterion		4.757.730
Log likelihood	-1.199.654	F-statistic		3.593.963
Durbin-Watson stat	1.790.385	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabela 5 – Resultados da segunda Regressão

Verificou-se com sucesso a melhora do modelo, ou seja, quando consideradas em conjunto, as variáveis dívida externa líquida associada a *dummy* moratória se mostrou relevante e elevou o poder explicativo.

Por fim, estimou-se uma nova equação utilizando-se apenas as variáveis significativas, verificadas na regressão anterior, como forma de verificar seu poder explicativo. O resultado foi que todos os sinais foram os esperados e que as variáveis explicam 85,4% das avaliações. Em relação ao modelo anterior não houve perda significativa de poder explicativo.

Dependent Variable: GRAU				
Method: Least Squares				
Sample: 1 60				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.759.854	0.784346	8.618.457	0.0000
PIBCAP	-0.000207	2.24E-05	-9.238.134	0.0000
INFLA	0.411928	0.072326	5.695.449	0.0000
DIVREC	0.008216	0.001997	4.114.977	0.0001
DIVEXT*DEFAULT	0.016888	0.005417	3.117.720	0.0029
R-squared	0.853929	Mean dependent var		7.608.333
Adjusted R-squared	0.843306	S.D. dependent var		5.164.965
S.E. of regression	2.044.532	Akaike info criterion		4.347.871
Sum squared resid	2.299.062	Schwarz criterion		4.522.399
Log likelihood	-1.254.361	F-statistic		8.038.231
Durbin-Watson stat	1.703.267	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabela 6 – Resultados da terceira Regressão

4. ANÁLISE CONJUNTURAL DAS VARIÁVEIS RELEVANTES – O CASO BRASILEIRO

4.1 Introdução

Na trajetória de todos os países que hoje compõem o grupo dos desenvolvidos, identificam-se momentos considerados decisivos. São períodos raros da história, em que uma combinação especial de fatores estabeleceu as condições para que criassem o diferencial que os impulsionou rumo ao topo do desenvolvimento.

A transformação da economia japonesa em potência tem como marco o tratado de Kanagawa, firmado com os EUA em 1854 – através do qual foram abertos os portos ao comércio e iniciou-se um processo de intensa industrialização. Nessa mesma época os EUA passaram pela guerra da Secessão que, vencida pelos estados do Norte, de vocação industrial e dinâmica, viabilizou a acumulação crescente de capital, uma revolução nos transportes e uma expansão territorial que fez com que, já no início do século 20, ultrapassassem o Reino Unido como maior economia mundial. Mais recentemente, a China, após ter passado pelas reformas econômicas, iniciadas por Deng Xiaoping em 1978, tem demonstrado uma força econômica capaz de surpreender a maioria dos analistas.

O Brasil por sua vez, em alguns momentos de sua história, deu sinais de que poderia apresentar um crescimento econômico sustentado. Entretanto, o salto decisivo não foi dado e o país continua sendo tachado como o “país do futuro”. Nos últimos anos, muito tem se falado e noticiado nos meios de comunicação a respeito dos bons indicadores macroeconômicos da economia brasileira, o que poderia credenciar o país pra obter a reavaliação do seu *rating* elevando-o a *investment grade*. Mais recentemente a suposta “blindagem” brasileira à crise no mercado de crédito norte-americano (chamada crise do “*sub-prime*”), associada à continuidade de bons indicadores no plano macro – crescimento do produto interno continuado, investimento estrangeiro batendo recordes sucessivos, superávits comerciais, geração de empregos batendo recorde em 2007, superávits primários das contas do governo, o avanço do mercado acionário, a emergência de várias empresas brasileiras como *players* globais, entre outros – suscitam novamente a questão: seria essa a vez do Brasil? Ou melhor o Brasil teria hoje condições reais de ser considerado um país de investimento seguro?

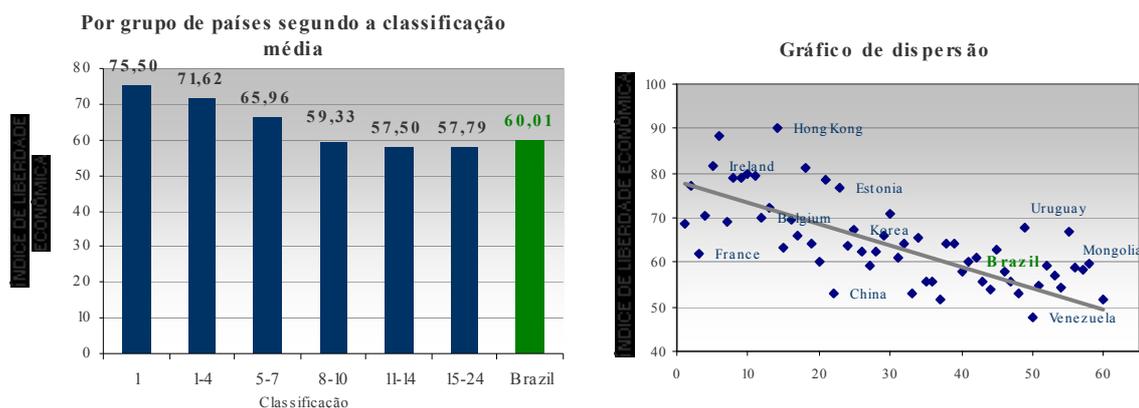
Neste capítulo, busca-se verificar o comportamento em separados das variáveis consideradas explicativas do modelo de avaliação. Foram analisados os dados referentes à amostra já especificada anteriormente, focando-se nos seus resultados agrupados, ou seja, o reflexo observado em forma de médias dos grupos. Além disso, procedeu-se em uma análise mais detida do caso brasileiro – foco do trabalho – como forma de traçar um quadro prospectivo da real situação da economia brasileira.

4.2 Análise das variáveis macroeconômicas preditoras do modelo

- **Índice de Liberdade Econômica**

Há uma nítida relação entre a liberdade econômica e inúmeras outras variáveis internacionais, dentre as quais a mais proeminente é a relação entre o grau de liberdade e o grau de prosperidade em um país. Graus mais altos de liberdade econômica não são apenas associados a PIB's *per capita* mais altos, mas a taxas sustentadas de crescimento do PIB, criando um ciclo virtuoso, desencadeando outras melhorias para a liberdade econômica. Uma economia de mercado, com direitos de propriedade amparados legalmente, está menos propensa a políticas (errôneas) que desrespeitem os interesses dos credores que aquelas dominadas pelo setor público. Isso porque, tais economias provêm melhores mecanismos de proteção e defesa aos credores.

Em linhas gerais, os países mais livres do mundo possuem uma renda *per capita* média bem superior aos países onde a liberdade econômica é menor e suas taxas de desemprego e inflação são mais baixas que a média dos demais países. Ou seja, é de se esperar que os países com melhor classificação de risco apresentem índices de liberdades mais altos, o que de fato acontece, conforme se pode observar no gráfico 1 abaixo, que representa o resultado das médias dos últimos cinco anos (2003-2007) para os índices de liberdade econômica dos 60 países analisados. Diferentemente do esperado, não foi observada poder explicativo relevante desta variável na avaliação em conjunto (modelo), conforme já foi visto no capítulo anterior.



Gráficos 1 e 2 – Índice de Liberdade Econômica

Os 10 países com melhor classificação de *rating* (grupo 1) apresentaram um índice de 75,50 que é 30% mais alto que os 10 países com a pior avaliação da amostra (grupo 15-24). Hong Kong, o país com maior liberdade econômica segundo o índice (90,01), se encontra no grupo 1-4. De uma forma geral as antigas colônias britânicas na Ásia continuam sendo líderes mundiais em termos de liberdade econômica. A maioria das economias mais livres está localizada na Europa, e são lideradas pela Irlanda (81,48), Suíça (79,11) e Reino Unido (79,11).

No lado oposto, as Américas têm vivenciado uma deterioração da liberdade econômica em anos recentes. Esta erosão reflete uma inversão nas políticas de livre mercado e uma falta de perseverança na adoção de liberdade econômica em alguns países. Venezuela, em especial, o país com menor índice de liberdade econômica segundo o índice (47,47) da amostra, verifica-se um declínio sócio-econômico de longo prazo na medida em que o presidente Hugo Chávez conduz cada vez mais o país para um caminho anti-mercado e aplica maiores restrições políticas a opositores. A exceção no continente têm sido o Chile, país *investment grade* que apresentou um dos mais altos índices da amostra, 78,33.

O Brasil, por sua vez, apresentou um índice médio de 60,01 ficando acima do seu grupo que ficou em 57,5 e dentro da média dos países com classificação mais baixa – grau mínimo exigido para serem considerados *investment grade* de (BBB-), que foi de 59,33.

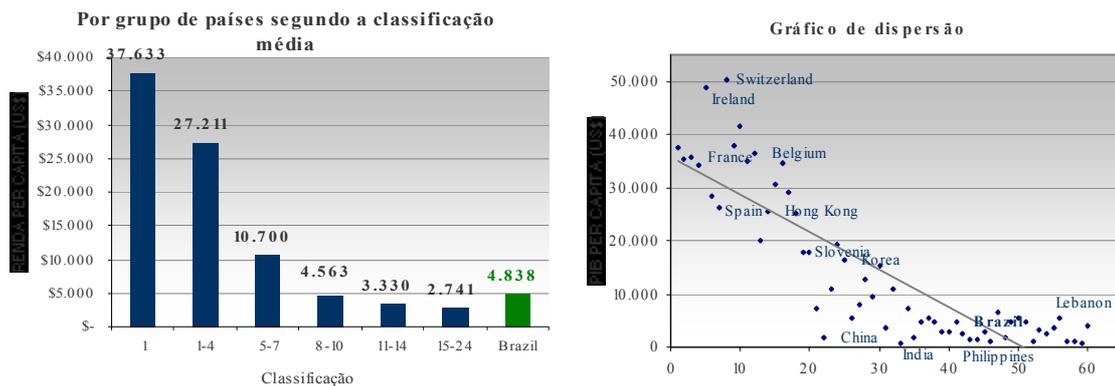
Apesar disso, segundo o *Index of Economic Freedom* de 2008, o Brasil está em 21º lugar entre 29 países das Américas, e seu score geral está levemente abaixo da média regional. Apesar de ser potência econômica regional, o país não é forte notadamente em nenhuma das dez liberdades econômicas consideradas no cômputo do índice (vide página 30).

As causas desse fraco desempenho se devem a diversos fatores tais como: a carga tributária individual e empresarial é pesada, sendo alto o total de imposto sobre as receitas em relação ao PIB quando comparado a outros países em desenvolvimento; um governo altamente centralizado; inflexibilizações regulatórias que retardam a abertura de novas empresas quando comparado com a média mundial; persistem algumas restrições ao capital estrangeiro em diversas áreas e o governo interfere pesadamente nas áreas financeira e bancária; o sistema judiciário e outras áreas do setor público são ineficientes e sujeitos à corrupção.

- **Renda per Capita**

Em geral, foi observado que os governos de países de renda *per capita* elevada possuem uma avaliação de risco baixo. Isso porque a renda *per capita* é tida como bom indicador do nível geral de desenvolvimento econômico e institucional de um país. Governos de países ricos têm maior flexibilidade para a adoção de políticas austeras em períodos de adversidade (Ficht, 1998 e Bhatia, 2002). A Moody's (2003b) esclarece que a relevância de determinadas variáveis varia segundo o grau de desenvolvimento do país. As autoridades de países desenvolvidos com uma longa história de estabilidade econômica e institucional, têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados e choques econômicos inesperados.

Observa-se uma grande disparidade de renda entre os grupos 1 e 1-4 em relação aos demais grupos. Dentre os 60 países o que apresentou a maior renda *per capita* foi a Suíça US\$50.400 seguida da Irlanda US\$48.980. Entre os países AAA (grupo 1) a Cingapura é a que vem apresentando o maior crescimento médio da renda, igual a 13%. Nesse quesito, crescimento médio, destacam-se a Rússia e a Ucrânia sendo os países que apresentaram o melhor desempenho nos últimos anos, igual a 31%, com o Brasil ficando na 8ª posição, igual a 22%. Dentre os países *investment grade* China e Índia destoam dos demais países apresentando rendas *per capita* de US\$1.838 e US\$727 respectivamente, mostrando que nem sempre títulos de países de renda baixa são considerados investimentos arriscados.

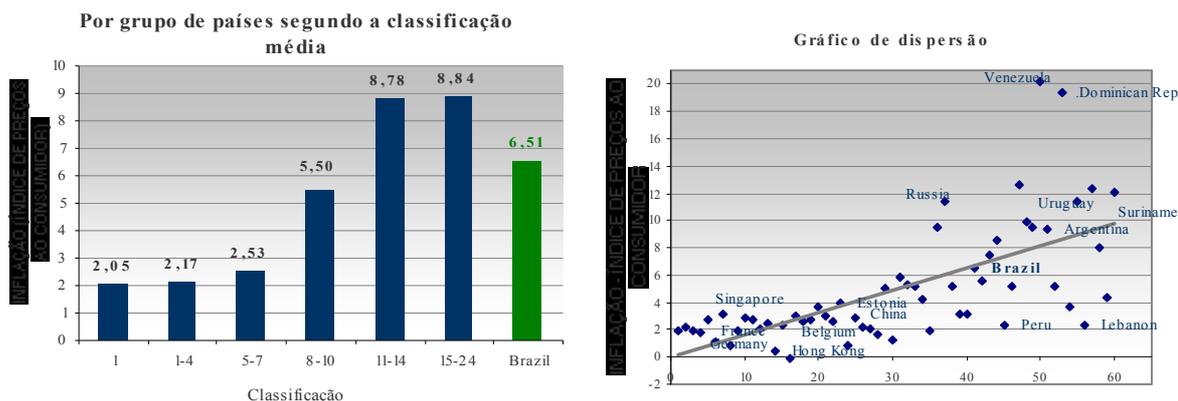


Gráficos 3 e 4 – Renda *Per Capita* (US\$ correntes; média de 2002 a 2007)

O Brasil vêm melhorando o nível de renda percebido pela população, tendo apresentado, no período analisado, o crescimento médio anual (entre 2003-2007) de 22% encerrando em US\$6.863 em 2007. A renda *per capita* média do país ficou em US\$4.838, valor bem superior a média do seu grupo que foi de US\$3.330 e também acima do grupo 8-10 (países *investment grade*) de US\$4.563. Ou seja, em termos de nível de renda o país já estaria em condições de obter o grau de investimento.

- **Inflação (Índice de Preços ao Consumidor)**

A inflação é vista pelas agências como um dos melhores termômetros da consistência das políticas fiscal e monetária, da estabilidade financeira, política e institucional de um país. Financiamentos expressivos e prolongados de déficits orçamentários por meio de emissão monetária invariavelmente levam à aceleração da inflação, ou mesmo à hiperinflação. Nestas circunstâncias, as autoridades geralmente adotam políticas impopulares de contenção de gastos e aperto monetário, que são mais eficientemente implantadas quando há um banco central autônomo e as autoridades desfrutam de uma base ampla e coesa de sustentação política. Caso contrário, o processo inflacionário se intensifica e pode ocasionar a perda de credibilidade do governo e de suas instituições. Este tipo de situação geralmente se faz suceder por suspensão do serviço da dívida pública (S&P, 2002).



Gráficos 5 e 6 – Inflação (Índice de Preços ao Consumidor – variação % em 12 meses; média de 2003-2007)

Os gráficos acima evidenciam o fato de a inflação ser um bom indicador de credibilidade econômica. Os países *investment grade* (especialmente os 3 primeiros, grupo 1, 1-4 e 5-7) apresentaram taxas médias de inflação na casa dos 2%, sendo substancialmente inferiores a dos países considerados grau de especulação, que estão em patamares de 8%. O Japão foi o único país da amostra a apresentar uma taxa de inflação média negativa nos últimos anos, sendo de $-0,06\%$, resultado em parte do baixo crescimento econômico dos últimos anos. Além disso, dentre os países *investment grade* apenas a Rússia apresentou taxa média de inflação de 2 dígitos no período (11,36%). Por outro lado, as maiores taxas de inflação são observadas nos países com menor classificação de risco, sendo a Venezuela a “campeã” com uma taxa média de 20,24%. Outro país que merece destaque é o Equador. Após decretar moratória em 1998 e chegar a uma taxa de inflação anual de 96% em 2000, o país conseguiu se reequilibrar e, apesar de ainda apresentar uma baixa classificação de risco, a variação nos preços ao consumidor equivale a de países avançados, tendo sido de 3,68%.

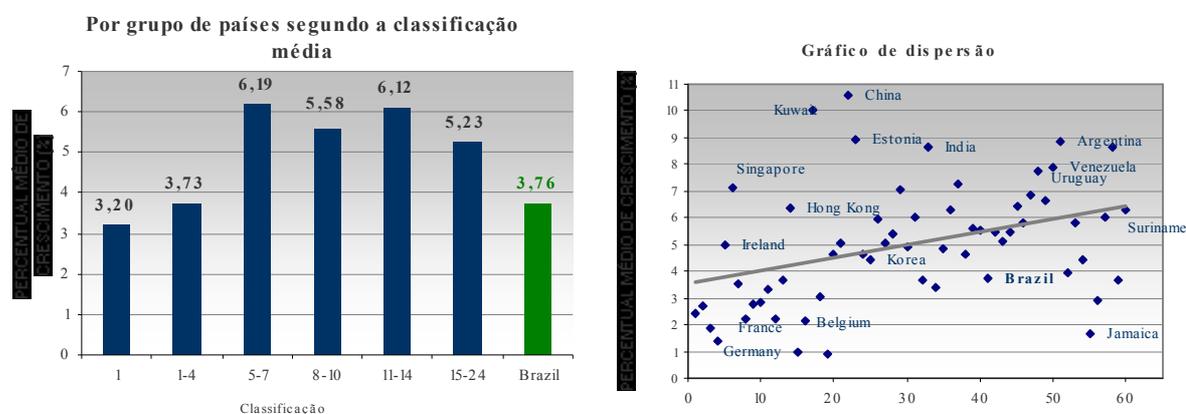
O Brasil possui um histórico de lutas contra a inflação. Após várias experiências heterodoxas, híbridas e até mesmo ortodoxas mal sucedidas, o país conseguiu a partir de 1994, com a introdução do plano Real, controlar a inflação ainda que com algum custo em termos de desempenho do nível de atividade. Ainda que tenha sido amplamente criticada por diversos setores da sociedade, o chamado “tripé” de política econômica – câmbio flutuante, geração de superávits primários e o regime de metas de inflação – têm feito sentir seus resultados, possibilitando que a taxa média de inflação dos últimos anos ficasse em 6,5%, sendo este resultado levemente distorcido por conta da inflação do ano de 2003, que foi de

14,3% elevando a média. Esses valores podem até parecer elevados, mas deve-se levar em conta o histórico de convivência com inflação elevada.

- **Taxa de crescimento econômico**

O governo de um país com padrões de vida em elevação e com distribuição de renda justa, pode suportar níveis mais elevados de endividamento público e estar mais preparado para enfrentar choques políticos e econômicos inesperados, que um governo cuja economia seja mais pobre ou esteja estagnada.

De forma geral, verifica-se no gráfico de dispersão que não fica clara uma tendência, e que os países dos diferentes grupos apresentam diversas taxas de crescimento. Entretanto pode-se verificar que os países dos grupos 5-7 e 11-14 foram os que apresentaram crescimento mais elevado no período 2003-2007 da amostra, 6,19% e 6,12 respectivamente. Nos níveis mais altos de *rating*, o elevado grau de desenvolvimento dos governos soberanos geralmente impede a tendência para altas taxas de crescimento. Já nas categorias especulativas de *rating* (como é o caso dos grupos 11-14 e 15-24), o crescimento pode ser mais irregular e sujeito a impedimentos estruturais.



Gráficos 7 e 8 – Taxa de Crescimento Econômico (taxa de crescimento médio do período de 2003-2007)

O país com o melhor desempenho da amostra foi a China, com um crescimento médio de 10,6% nos últimos cinco anos. Além disso, China e Kuwait (10,05%) foram os únicos países a alcançarem um crescimento superior a 10% no período analisado. Entre os países mais desenvolvidos destaca-se o crescimento econômico verificado pela Irlanda nos últimos 10 anos. O país triplicou o PIB em uma década passando de US\$ 88 bi em 1998 para US\$254 bi em 2007, uma taxa média anual de 6,6%, sendo chamados por muitos analistas de “Tigre

Celta”, em alusão aos tigres asiáticos. No lado inverso Portugal foi o país que apresentou a menor taxa de crescimento médio da amostra no período, ficando praticamente estagnado, igual a 0,87%.

O Brasil foi o país que apresentou o pior desempenho entre os países do seu grupo (11-14), onde a média foi de 6,12%, podendo ser comparado apenas ao crescimento dos países já desenvolvidos do grupo 1. O crescimento médio dos últimos 5 anos no Brasil foi de apenas 3,8%, enquanto que no mesmo período a América Latina cresceu 4,8%, Ásia 5,6% e a Europa Central e Oriental 6,7% e a economia mundial como um todo, no período de 2003-2006, cresceu 4,9%. A tabela 7 abaixo, que mostra as taxas médias anuais de crescimento do PIB em economias emergentes selecionadas, nos dá uma idéia ainda melhor da estagnação vivida pelo Brasil nos últimos anos.

PAÍSES	1995/2002	2003/2006	1995/2006
CHINA	8,7	10,1	9,2
ÍNDIA	5,8	8	6,5
RÚSSIA	1,7	6,8	3,4
TURQUIA	3,3	6,8	4,4
NIGÉRIA	3	7,2	4,4
AFRICA DO SUL	2,9	4,1	3,3
MÉXICO	2,7	3,3	2,9
ARGENTINA	-0,8	8,9	2,3
CHILE	4,6	5,2	4,8
VENEZUELA	0,2	7	2,4
BRASIL	2,3	2,6	2,4

Tabela 7 – Taxas médias anuais de crescimento do PIB em economias emergentes selecionadas – médias anuais (% a.a)

Fonte: FMI

Observa-se que, no período de 1995-2002, o Brasil (crescimento médio de 2,3%) apresentou um resultado superior apenas ao da Rússia e Argentina (as quais passaram por graves crises econômicas no período). O país teve o pior desempenho no período de 2003-2006 e foi melhor que Argentina no período de 1995/2006. Em outras palavras o Brasil foi quase sempre o país que menos cresceu entre os principais países emergentes e mesmo no período de maior expansão da economia mundial não conseguiu apresentar um crescimento expressivo.

O Brasil sofre com sérios obstáculos aos investimentos e ao crescimento econômico de longo prazo, entre os quais pode-se destacar um intrincado sistema tributário, uma infraestrutura inadequada de transporte, barreiras aos investimentos estrangeiros em alguns

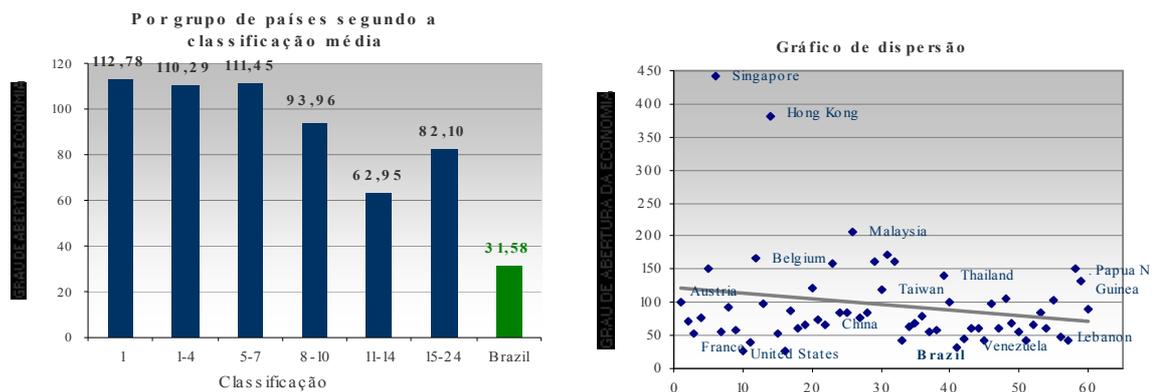
setores; controle governamental sobre a maior parte dos setores de eletricidade e petróleo, um sistema judiciário frágil, uma fraca educação pública, e um sistema regulatório complicado. Os setores preponderantes continuaram sendo a agricultura e a indústria, respondendo por 10% e 40% do PIB, respectivamente (*Index of Economic Freedom*, 2008).

- **Grau de Abertura Comercial**

O grau de abertura comercial de um país ao resto do mundo é um dos principais fatores considerados durante o processo de classificação, pois afeta diretamente a disposição a pagar dos soberanos. Os custos econômicos e financeiros de uma moratória para um país são diretamente proporcionais a seu grau de integração com o exterior (S&P, 1998). Isto porque o setor privado de uma economia aberta usa intensivamente o mercado financeiro internacional para financiar investimentos, exportações e importações.

Outro argumento, ressaltado pela Fitch (1998), é o de que, onde há uma política de abertura comercial, as indústrias são mais competitivas e voltadas para o mercado externo, enquanto que, em países protecionistas, essas indústrias tendem a ser ineficientes e a privilegiar o mercado doméstico, o que prejudica a geração de divisas, e, por conseguinte, reduz a capacidade de serviço da dívida externa. Adicionalmente, países onde a participação do comércio exterior no PIB é elevada necessitam de uma desvalorização cambial de menor proporção para promover um ajuste do balanço de pagamentos, diante de choques externos, em relação àqueles em que a participação do comércio exterior na economia é reduzida.

A proporção entre o comércio exterior e o PIB tem a vantagem de ser um indicador simples de abertura comercial; entretanto, tende a ser menor em economias “grandes” como os EUA, Japão, Brasil, México, Índia e China. Isto acontece porque o numerador (exportações mais importações de bens e serviços) é medido em dólares, enquanto o denominador (PIB) inclui um amplo setor de bens não transacionáveis, cuja importância pode ser subestimada na contabilidade nacional. Além disso, esta variável pode ser sobre-estimada em países em que o setor exportador é fortemente dependente de insumos importados, como o México e a China. Não obstante esses problemas, as agências a consideram um bom indicador do nível de integração de uma economia com a economia mundial (Moody’s 2003b).



Gráficos 9 e 10 – Grau de Abertura Comercial (soma das exportações e importações como proporção do PIB – média de 2003-2007)

Pela análise dos gráficos acima não fica muito claro uma relação direta entre abertura comercial e uma melhor percepção quanto ao risco. Entretanto, pode-se observar que os países melhor colocados em relação a sua percepção de risco apresentam maior abertura comercial. O fato do grupo 15-24 apresentar maior abertura em relação ao seu antecedente (grupo 11-14) pode ser justificado como uma distorção decorrente da seleção dos países pertencentes a este grupo. Diferentemente dos países com grande extensão territorial onde a grande disponibilidade e variabilidade de recursos os permitem uma menor dependência do exterior, os países pequenos necessitam transacionar com o exterior. Sendo assim, tais países, pertencentes ao grupo 15-24 distorcem a análise, são eles: Mongólia, Jamaica, Papua Nova Guiné e República Dominicana.

O país que apresentou uma maior abertura comercial foi Cingapura – país com avaliação máxima de *rating* pelas três agências – onde as proporções da soma das exportações e das importações sobre o PIB alcançaram 441,80%. Outro país com significativa abertura é Hong Kong com 381,54%. Entre os países considerados grau especulativo, a Mongólia foi o que apresentou maior integração, 151,88%.

Em lado oposto, mesmo com uma maior integração observada nos últimos anos, o Japão é o país menos aberto da amostra, tendo apresentado média de 26,74%. Entre os países mais desenvolvidos do grupo 1, a França foi o que se mostrou mais fechada comercialmente, resultado de proteções, barreiras tarifárias e não tarifárias recorrentemente utilizadas pelo país.

Após chegar aos anos 90, quase que como uma autarquia, o Brasil promoveu um expressivo processo de abertura comercial. A abertura comercial empreendida pelo governo Collor marca a ruptura dos padrões de política comercial e de desenvolvimento vigente desde a década de 60. Através da intensificação da redução tarifária e da eliminação das barreiras não tarifárias. O resultado disso foi um aumento das importações e conseqüentemente do grau de abertura da economia, ainda que o mesmo não tenha se verificado nas exportações, que em muitos setores sofreram com a concorrência externa. Com o advento do plano Real novamente houve um esforço liberalizantes através de redução de alíquotas e impostos, notadamente de produtos com maior ponderação nos índices de preços, seguindo a lógica da política de estabilização da época. Entretanto, o câmbio sobre valorizado nos primeiros anos impediu uma melhor performance das exportações, resultando em uma relativa estagnação da abertura. Com a maxidesvalorização de 1999, o grau de abertura da economia que era de 20,90% em 1998 chega a 34,90% em 2004, valor comparável somente aos níveis de abertura comercial da década de 50. A partir de 2004 o que se observou foi uma estabilização do grau de abertura, sendo que a média brasileira nos últimos cinco anos ficou em 31,58%, como poder-se verificar no gráfico acima. Para os padrões históricos brasileiros esse não é um valor baixo. No entanto, na comparação com os países do chamado BRIC – países emergentes e de grande extensão territorial semelhantemente ao Brasil – observa-se que o Brasil é o país mais fechado. A China possui um grau de abertura de 67,28%, a Rússia de 56,24% e a Índia de 41,78%. Outros países, semelhantemente extensos, como o Canadá possuem um grau de abertura de 70,88%, o México de 62,76%, a Austrália 39,88%. Foge ao escopo deste trabalho discursar a despeito dos benefícios de uma maior abertura comercial, todavia os dados revelam que existe uma relação direta entre abertura e melhor percepção de risco, bem como de desenvolvimento da economia de um soberano. Ou seja, como conclusão pode-se dizer que o Brasil ainda tem muito espaço para abrir sua economia e esta seria uma proposição positiva a uma melhor percepção de risco.

Em relação à abertura e ao aumento do grau de liberdade econômica Giambiagi (2007) sugere que o Brasil deveria adotar uma estratégia unilateral aos países com os quais compartilha a Tarifa Externa Comum, baseada em uma nova rodada de reduções de alíquotas de importação. Essa deveria ser limitada a alguns setores e implementada gradualmente em um período de tempo a ser determinado, sendo uma sinalização clara em favor de uma maior concorrência e do aumento da procura por maiores parâmetros de eficiência na economia

brasileira. Ainda segundo o autor os resultados de tal medida seriam: (i) uma melhor formação da taxa de câmbio, afetada hoje pelo baixo grau de exposição do Brasil a concorrência internacional; (ii) maior harmonia no relacionamento com os países do Mercosul; (iii) estímulo à importação de bens de capital; (iv) aumento da competição internamente, propiciando ganhos de produtividade. Além disso, em um país em desenvolvimento como o Brasil existem três formas de incorporar novos conhecimentos: investimentos estrangeiros, realização de acordos de compra de tecnologia do exterior ou importação de bens de capital e matérias-primas industriais. Sendo assim, é do interesse da economia brasileira reduzir aos poucos a proteção elevada concedida a alguns setores, aumentando assim a abertura da economia e conseqüentemente o índice de liberdade econômica, o que acarretaria em melhores percepções de risco no futuro

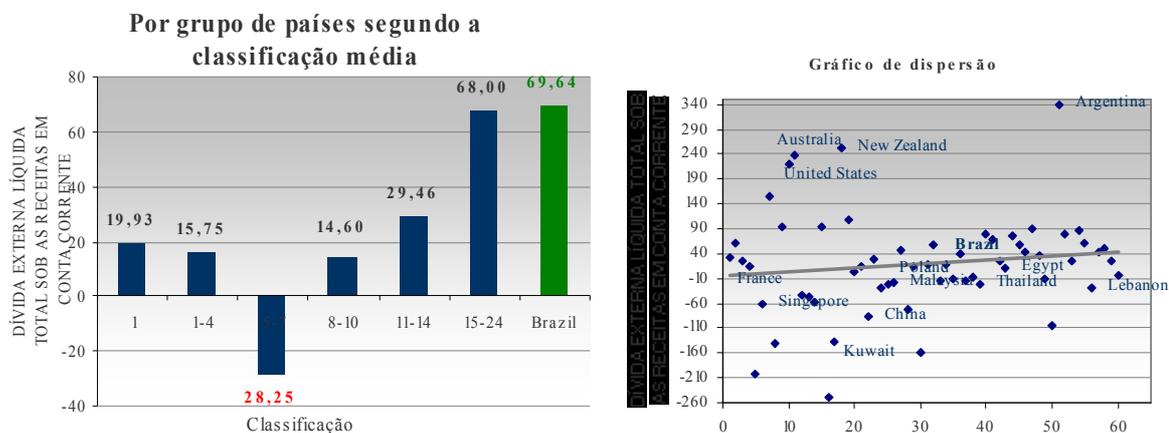
- **Dívida Externa Líquida Total / Receitas em Conta Corrente (%)**

A variável mais importante na avaliação do setor externo é a dívida externa líquida total (dívida externa bruta, descontados os ativos em moeda estrangeira) em relação às receitas em conta corrente¹⁸, e não em relação ao PIB, uma medida mais tradicional. As razões para se avaliar tanto a dívida externa pública quanto a privada é que esta última pode pressionar as reservas internacionais do banco central e, em certas circunstâncias, os passivos externos privados podem se transformar em passivos governamentais (S&P, 2002). Governos de países onde o setor bancário promove a expansão do crédito doméstico por meio de endividamento externo ou onde a política cambial e o nível de taxa real de câmbio incentivam o crescimento excessivo do endividamento externo do setor privado não-financeiro, possuem uma classificação mais baixa (Bhatia, 2002). De um modo geral, quanto maior a dívida externa total de um país em relação a sua capacidade de gerar divisas, mais oneroso tende a ser o serviço dessa dívida e maior é o risco de inadimplência do soberano. Contudo, isto nem sempre se verifica.

Há outros fatores, considerados conjuntamente com o estoque da dívida, que aumentam o custo e afetam a capacidade de serviço da dívida externa, como o nível das reservas internacionais e a relação serviço da dívida externa/receitas em conta corrente. O perfil da dívida, também é ponto importante na análise das agências. Fatores como: perfil de

¹⁸ Receitas em conta corrente: exportações de bens e serviços fatores e não fatores mais transferências unilaterais.

vencimentos da dívida externa total (pública e privada); sua composição por moedas; por prazo (curto ou longo prazo); sensibilidade a flutuações nas taxas de juros internacionais; além do nível e composição das reservas internacionais líquidas que também são fundamentais para que se desenhe um perfil do devedor soberano.



Gráficos 11 e 12 – Dívida Externa Líquida Total em relação às Receitas em Conta Corrente (%)

De forma geral os gráficos 11 e 12 nos mostram quem não há uma relação clara entre as avaliações de risco e suas dívidas externas líquidas em relação às suas receitas correntes. Observa-se que, em média, nos países com títulos soberanos na categoria *investment grade* a relação é menor que a dos países com títulos classificados como “grau de especulação”. Verifica-se também uma dispersão acentuada nos grupos 1-4 e 5-7. Nesses grupos há exemplos tanto de países credores externos, quanto de países que apresentam uma dívida externa líquida equivalente à dos países em grau de especulação. Os países com maior dívida externa líquida negativa média (credores externos) da amostra foram o Japão e a Irlanda. Chama atenção também a posição da Venezuela, que mesmo sendo considerada grau de especulação é credor externo líquido. O acesso limitado ao mercado financeiro decorrente da instabilidade econômica e política que vem prevalecendo nas últimas duas décadas restringe o crescimento da dívida externa venezuelana. Por outro lado, a Argentina (grupo 15-24) é o país que apresentou uma maior relação dívida externa líquida sobre suas receitas em conta-corrente entre os países considerados grau de especulação e a Nova Zelândia entre os países considerados grau de investimento.

A partir de 1999, o Brasil vem passando por 3 fenômenos simultâneos. Em primeiro lugar a dívida externa bruta vem diminuindo em termos absolutos: ela era mais de US\$225 bi

em 1999 e diminuiu US\$ 30bi em 7 anos para US\$195bi em 2006. Em segundo lugar, o Banco Central acumulou um volume expressivo de reservas internacionais, um total de US\$180bi ao final de 2007. Por último houve uma mudança de sinal na posição líquida do setor público. Ou seja, a combinação de menor dívida bruta e maior nível de reservas internacionais fez a dívida externa líquida do país cair significativamente e, no caso do setor público, ele se tornou credor na sua relação com o exterior. Isso resulta dizer que atualmente a dívida externa brasileira é eminentemente privada, conforme fica evidente na tabela 8 abaixo. (Giambiagi 2007, p.241).

COMPOSIÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
DÍVIDA BRUTA	225,6	216,9	209,9	210,7	215	201,3	169,5	174,6
RESERVAS INTERN.	36,3	33	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	78,2
DÍVIDA LÍQUIDA	189,3	183,9	174	172,9	165,7	148,4	115,7	96,4
Setor Público não-financeiro	64,4	59,4	57,3	72,6	70,5	61,8	33,8	-3,5
Setor Privado*	124,9	124,5	116,7	100,3	95,2	86,6	81,9	99,9

Tabela 8 – Dívida Externa Brasileira (US\$ bilhões)

Fonte: Banco Central

*Inclui setor público financeiro

Além disso, o país passou a exportar mais. Em consequência a relação dívida externa líquida/receitas em conta corrente diminuiu de maneira drástica em função de dois efeitos: da queda do numerador em termos absolutos e, ao mesmo tempo, do aumento do denominador. Assim esse coeficiente que chegou a ser de 290,8% em 1999, quando o país se encontrava a beira de uma moratória externa, caiu para -2,9% em 2007. Ou seja, em 1999 a dívida externa brasileira, devidamente descontada das reservas internacionais do país, representavam quase 3 anos de receitas correntes no BP. Já atualmente o país é credor externo líquido cerca de 2,9% de suas receitas em conta corrente. Apesar disso, como se considerou a média dos últimos cinco anos, o país foi penalizado pelo seu passado, apresentando uma dívida líquida de 69,6% de suas receitas em conta corrente, valor acima inclusive da média do grupo 15-24 que foi de 68,0%.

- **Dívida Bruta do Governo Geral em relação a suas Receitas Totais e o Resultado Nominal do Governo Geral em relação ao seu PIB**

A análise das finanças públicas é um ponto central do processo de classificação de risco pelas agências. As tendências fiscais e os métodos de financiamento do déficit e seu impacto inflacionário são indicadores importantes da qualidade de crédito de um governo

soberano. Obviamente, os déficits ou superávits do governo são indicadores tácitos de liquidez do país, no entanto as agências aprofundam suas análises, levando em conta a flexibilidade das receitas e dos gastos, bem como a eficiência dos programas de dispêndio.

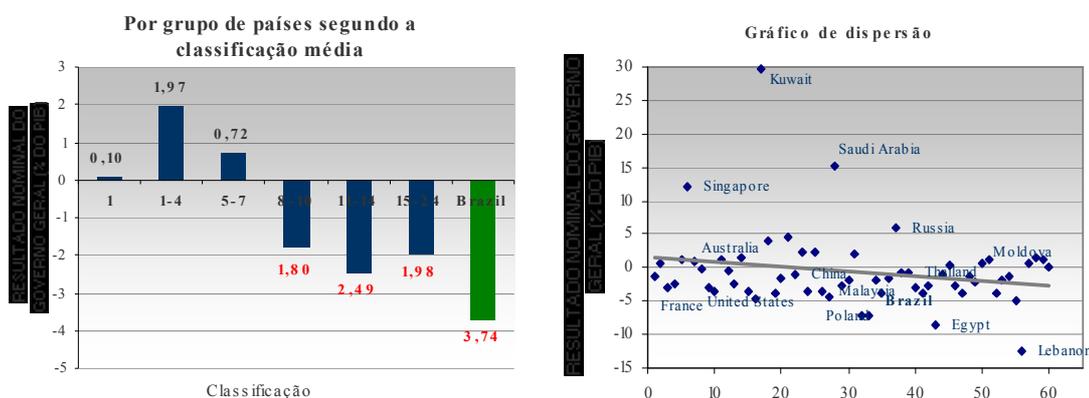
Outros fatores importantes em relação à dívida pública é a sua sensibilidade às mudanças nas taxas de juros, a sua composição por moeda, o prazo médio de vencimento e o custo do serviço da dívida. Ou seja, as agências analisam o perfil da dívida como um todo. Além disso, é observada também a capacidade do governo de aumentar receitas e cortar despesas quando necessário. Países onde a base de arrecadação é limitada ou grande parte das despesas é vinculada a gastos determinados, têm dificuldade para promover um ajuste fiscal quando necessário. As agências entendem que as autoridades de países desenvolvidos têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados, bem como choques econômicos inesperados.

Foge do escopo deste trabalho averiguar a flexibilidade e validade das políticas de arrecadação, bem como esmiuçar o perfil da dívida dos países da amostra. Por esse motivo, foram selecionados estes dois indicadores – dívida bruta do governo geral em relação a suas receitas totais e o resultado nominal do governo geral em relação ao seu PIB – que congregam em si, informações relevantes e que permitem fornecer um quadro geral acerca da amostra. Em ambas variáveis considerou-se o governo geral como o conjunto formado pelos setores do governo nacional, estadual e municipal, no qual se inclui a previdência social e se exclui as transações intergovernamentais. A variável estoque da dívida do governo geral em relação às suas receitas totais foi escolhida pelo fato que alguns países podem apresentar uma relação dívida pública/PIB baixa, mas, ainda assim sérios problemas de endividamento em função da sua baixa capacidade de arrecadação. Sendo assim, parece coerente considerar a real capacidade de pagamento do governo a partir de sua arrecadação.

Em geral, os sistemas tributários com menos distorções e mais favoráveis ao crescimento, e que abrangem questões relativas à igualdade social têm uma base de tributação mais ampla e alíquotas menores. Esse “estereotipo” de sistema corresponde ao dos governos soberanos com notas mais altas, os quais podem ajustar facilmente suas bases e alíquotas tributárias, sem enfrentar sérias dificuldades constitucionais, políticas ou administrativas. Eficientes programas de dispêndio proporcionam os serviços públicos requisitados pela população, bem como os níveis de infra-estrutura e educação necessários para o crescimento econômico sustentável, tudo dentro dos limites de recursos tributários e de taxas e de

financiamentos que possam ser honrados. Em contrapartida, é de se esperar que um governo considerado de risco elevado tenha apresentado déficits nominais elevados nos últimos anos e seu estoque da dívida seja substancialmente maior do que dos governos avaliados como de risco baixo.

Os gráficos 13 e 14 abaixo mostram que embora a tendência não seja muito clara, ela existe. Ou seja, os déficits governamentais tendem a ser maiores nas categorias de grau especulativo. Seguindo a mesma lógica, os países mais endividados também tiveram uma pior avaliação de risco, conforme gráficos 12 e 13.

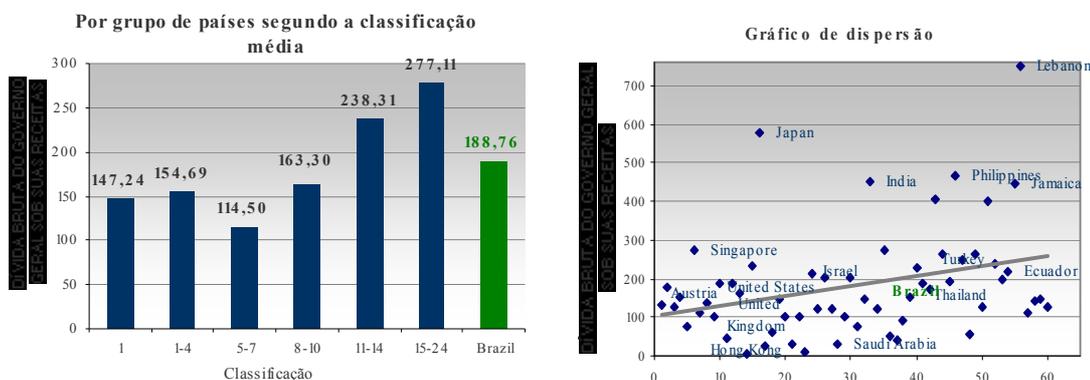


Gráficos 13 e 14 – Resultado Nominal do Governo Geral/PIB (%)

Entre os 60 países da amostra o Kuwait (grupo 1-4) foi o que apresentou o melhor resultado das contas do governo nos últimos anos, igual a 29,84%, fazendo com que a média do seu grupo ficasse distorcida. Excluindo o Kuwait, a média do grupo 1-4 ficaria em -1,12%, o que confirma a tendência esperada. Entre os países com melhores notas, do grupo 1, a Cingapura foi o que melhor se saiu apresentando um superávit médio de 12,18% justificando sua elevada classificação de *rating*. O bom resultado nominal de suas contas governamentais pode justificar também a viabilidade do seu alto endividamento, o maior do grupo 1, igual a 273,36% de suas receitas totais. Entre os países emergentes que, em sua grande maioria se encontram nos grupos 11-14 e 8-10, a Rússia foi o país com maior superávit em suas contas governamentais, igual a 6,09%, seguido do Chile igual a 4,59%. Além disso, os dois países também se mostraram pouco endividados 42,28% e 32,86%, respectivamente. Ambas variáveis em conjunto denotam uma ótima capacidade de solvência. Cabe destacar ainda que ambos os países vêm apresentando uma evolução positiva nos últimos anos, como exemplo o Chile terminou o ano de 2007 com um superávit fiscal de 8,7%.

No lado oposto, o Líbano (grupo 15-24), foi o país com maior déficit fiscal dos últimos cinco anos, igual a 12,44% e também o mais endividado, sendo a sua dívida igual a mais de 7 vezes suas receitas totais. Entre os emergentes, a Índia (grupo 8-10) também apresentou elevado déficit de 7,13%, com a ressalva de que esse indicador vem melhorando nos últimos anos, tendo sido de 5,6% em 2007. Semelhantemente sua dívida se apresentou elevada, ficando em 448,78%. Entre os países mais desenvolvidos, chama atenção os déficits de Japão (grupo 1-4) de 4,73% e dos EUA (grupo 1) de 3,64% comparáveis aos dos países com menores classificações de risco, bem como seus endividamentos 575,62% e 187,34% .

Em geral os governos tomam empréstimos para financiar uma série de gastos e investimentos que aumentam o seu endividamento. A análise das finanças públicas é dificultada pelo fato de os poderes de tributação e de emissão que são exclusivos dos governos soberanos lhes permitirem administrar níveis de endividamento amplamente variáveis ao longo do tempo. Um governo soberano como o dos EUA (com uma substancial carga de endividamento, mas com um histórico irrepreensível quanto ao cumprimento de suas obrigações de dívida, e um forte mercado de capitais que provê financiamentos a custos bem baixos) recebe uma nota melhor nessa categoria do que vários governos soberanos da América Latina, os quais podem ter índices menores de endividamento em relação ao PIB, mas apresentam uma carga de serviço de dívidas maior e mais variável.



Gráficos 15 e 16 – Dívida Bruta do governo Geral/Receitas Totais (%)

Em relação ao Brasil, no decorrer dos últimos anos houve uma mudança importante nas contas do governo. O resultado primário que foi até mesmo deficitário no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso, passou a ser claramente superavitário, chegando a mais de 4% do PIB nos últimos anos. Infelizmente esse ajuste se deu em um contexto de crescimento do gasto público (despesas correntes) a taxas superiores a do crescimento

econômico, elevação de carga tributária e estagnação do investimento estatal. O déficit público, que foi de 7% do PIB no primeiro governo FHC, caiu para algo em torno de 4% do PIB na média do primeiro mandato do governo Lula, e mostrou ainda uma clara tendência de decréscimo ao decorrer dos anos encerrando 2007 em 2,2%. Ou seja, passamos de um déficit incompatível com a estabilidade nos primeiros anos do Plano Real – e que gerou uma explosão da dívida pública interna – a um valor mais próximo da normalidade do resto do mundo nos últimos anos¹⁹. Apesar disso, a média brasileira para 2003-2007 foi de um déficit de 3,74%, ficando acima da média de todos os grupos da amostra.

Em relação à dívida bruta do governo, ela se apresentou como crescente, conforme fora citado anteriormente, especialmente no período de 1998-2002 (segundo governo FHC). Esse aumento foi resultado, em boa medida, da maxidesvalorização de 1999 que fez com que o governo atuasse através de uma política monetária contracionista, aumentando juros (elevando a carga sob a dívida) como forma de controle da inflação. A relação dívida bruta do governo/receitas totais que chegou a 221,40% em 2002, passou a cair desde então, encerrando o ano de 2007 em 172,4%, patamar inferior ao do grupo brasileiro (11-14), conforme se observa no gráfico 12 acima, comparável a média dos países *investment grade* do grupo subsequente (8-10) de 163,30%. Um reflexo disso pode ser visto ao analisar a variável dívida líquida do governo/PIB – bastante utilizada como parâmetro de análise da performance do soberano. A dívida, que chegou a alcançar 57% do PIB em 2003, caiu sucessivamente desde então e está hoje 40,0% (segundo dados do Bacen para o mês de Abril/08). Segundo Giambiagi, esse fato, associado à melhora na composição da dívida pública, configuram-se em dois fenômenos recentes que podem criar condições para um crescimento mais favorável e sustentado do país.

As despesas com juros – por longa data considerados como principais atores da diferença entre superávit primário e déficit nominal – permaneceram praticamente inalteradas. Comparando-se a média de 1985-90 e dos seis anos 2000-2006, as despesas com juros reais da dívida pública foram exatamente as mesmas: 5% do PIB. Ou seja, ainda que com elevadas taxas os juros (que oneram o governo ao incidirem sobre a dívida pública) os juros não foram os responsáveis pelo déficit nominal do governo nos último 15 anos. Já a despesa primária do governo central, entre 1991 e 2006, passou de 14% para 24% do PIB. Conclui-se que: dada

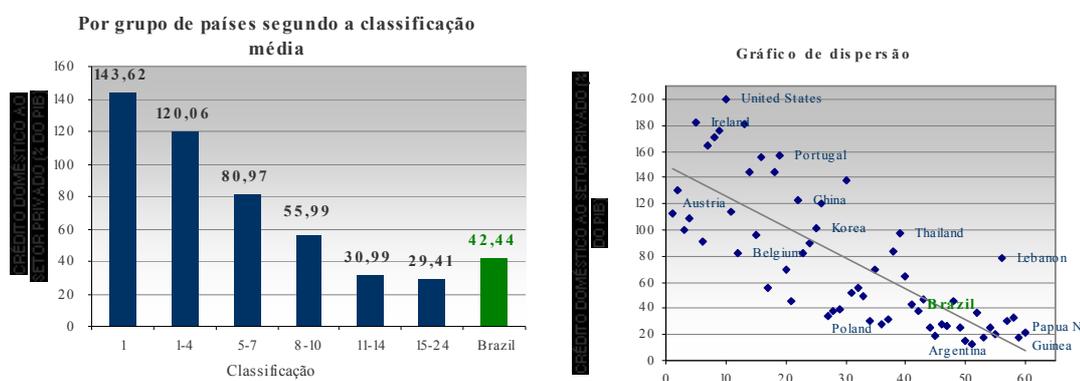
¹⁹ A título de curiosidade, vale lembrar que um valor de 3% para o déficit do governo/PIB é o teto que credencia os países da União européia a ingressarem na zona do Euro.

obtenção de superávits primários, juntamente a manutenção da proporcionalidade dos gastos com juros, a continuidade do déficit nominal decorreu do crescimento do gasto público.

- **Crédito ao Setor Privado (% do PIB)**

Um outro fator relacionado ao setor monetário que as agências declaram ter peso importante em suas avaliações é o desenvolvimento do mercado financeiro. Países em que o sistema financeiro é bem desenvolvido e em que os títulos do governo são comprados por uma abrangente parcela da população, o custo de uma moratória é maior, ao contrário daqueles países onde o uso do sistema bancário é limitado e os credores do governo são um grupo pequeno de agentes financeiros (S&P, 2002). Ainda que esta consideração seja mais pertinente para o risco dos títulos em moeda local, ela possui efeitos importantes sobre a classificação das obrigações em moeda estrangeira. A credibilidade de um governo inadimplente em sua dívida doméstica é muito menor do que a de um governo que honra todos os seus pagamentos.

Um dos indicadores do grau de desenvolvimento financeiro é o crédito doméstico ao setor privado como proporção do PIB. Verifica-se uma relação direta entre um elevado crédito ao setor privado e uma boa percepção de risco, conforme pode ser visto nos gráficos 17 e 18 abaixo.



Gráficos 17 e 18 – Crédito ao Setor Privado (média de 2005-2007 da participação % do crédito privado sobre o PIB)

Na amostra de 60 países, os EUA foi o país que apresentou a maior relação crédito ao setor privado como proporção do PIB, sendo igual a 199,87%, ou seja, o crédito disponibilizado aos agentes privados equivale a praticamente o dobro do produto interno da

economia. Entre o grupo 1 apenas a Cingapura apresentou uma relação abaixo de 100%, igual a 90,69%. Entre os países considerados *investment grade* a Romênia foi o que apresentou a menor proporção, igual a 27,23%. No lado posto, a Argentina foi o país da amostra onde a relação foi a menor, sendo de 12,67%, reflexos da crise da dívida pela qual o país passou, que acarretou na quebra de muitas instituições financeiras, bem como da maior participação estatal na economia nos últimos anos.

O Brasil tem vivenciado uma relativa expansão do crédito nos últimos anos. A queda nas taxas de juros, a estabilidade monetária e o crescimento econômico foram os propulsores de tal acontecimento. A média brasileira para os últimos 3 anos ficou em 42,44%, bem acima dos 30,99% do seu grupo (11-14) e também da média de 26,93% observada nos países da América do Sul da amostra; entretanto, ficando abaixo da média do BRIC que foi de 61,63%. Esse número (42,44%) não reflete a dinâmica observada nos últimos anos, no qual esta variável apresentou um comportamento de franca expansão: 33,25% em 2005, 41,89% em 2006 e 52,18% em 2007. Isso nos mostra que o país já possui um nível de crédito disponibilizado aos agentes privados semelhante à média de países *investment grade*.

- **Moratória**

As agências buscam avaliar a capacidade e a disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores quando da contratação do empréstimo. As classificações, por sua vez, sintetizam as estimativas da probabilidade de um dado governo entrar em moratória, o que significa não apenas a suspensão do pagamento dos juros ou principal da dívida na data de seu vencimento, mas também sua troca ou reestruturação “involuntária”.

As classificações da Moody's são indicadores da perda esperada, que é uma função da probabilidade de moratória e da expectativa de perda monetária em caso de inadimplemento (Moody's, 1999 e Bhatia, 2002). Já a Fitch avalia apenas a probabilidade de moratória até sua ocorrência, a partir de então diferenciando suas avaliações com base na perspectiva de recuperação do principal (Fitch, 1998 e Bhatia, 2002). No caso da S&P, as classificações buscam refletir simplesmente a probabilidade de moratória e não se referem a sua gravidade, o período em que o governo permanecerá em moratória, os termos de uma possível renegociação da dívida e o valor esperado de recuperação do principal (Bhatia, 2002).

A maioria dos eventos de moratória soberana é parcial, em vez de total. Tipicamente, os governos em dificuldades estabelecem um tipo de hierarquia entre seus credores e evitam tornarem-se inadimplentes com as instituições multilaterais de crédito. Um governo pode permanecer em moratória por um longo período, mas, cedo ou tarde, necessita retomar as captações externas, chegando a algum tipo de acordo com os credores quanto aos créditos pendentes.

Em relação à amostra estudada, do grupo dos 60 países, 21 declararam moratória em algum momento de sua história recente. Desses 21, 11 são da América Latina, 5 são do leste europeu, 3 da África ou Oriente Médio e 2 são da Ásia. Entre estes 21 países 7 são considerados hoje *investment grade*, sendo 2 do grupo 5-7 e outros 5 do grupo 8-10. No grupo 11-14, no qual se insere o Brasil, todos os países declararam, já nos grupos 1 e 1-4 nenhum país declarou moratória.

5. RESULTADOS DA ELEVAÇÃO DE RATING SOBERANO – ANÁLISE DOS CASOS DE RÚSSIA, ÍNDIA E MÉXICO

Do ponto de vista prático, como já fora definido, a obtenção do grau de investimento tem o efeito de conferir ao país um “certificado” de bom pagador. Uma vez verificada as variáveis mais relevantes nas análises de *rating*, cabe agora identificar os possíveis efeitos de um *up grade* nos títulos da dívida de um soberano. Para isso, primeiramente buscou-se identificar os principais efeitos econômicos esperados; em seguida selecionaram-se os mais relevantes e consensuais e analisaram-se através do estudo de caso das economias Russa, Indiana e Mexicana que guardam alguma semelhança com a economia brasileira. Cabe ressaltar que, embora sejam analisados diversos efeitos esperados, foge do escopo deste trabalho exaurir todos os possíveis efeitos, por isso focou-se na análise específica dos efeitos nos seguintes pontos: conta corrente do balanço de pagamentos, bolsa de valores, investimento direto estrangeiro (IDE), crescimento econômico, taxa de câmbio e juros.

5.1 Efeitos Gerais Esperados

Diretamente, os efeitos de uma elevação de *rating* para grau de investimento são sentidos na variação das reservas e na taxa cambial, em função da uma entrada maior de capitais. No entanto, indiretamente, vários são os efeitos. Os mais expressivos se dão em relação à taxa básica de juros na economia, a corrente de comércio e a produtividade do setor privado. A seguir busca-se discorrer a respeito de tais efeitos.

- **Entrada de Recursos em Portfólio ou como Investimento Estrangeiro Direto**

A maior facilidade de captação de recursos financeiros no exterior, advindas de uma melhor percepção de risco pelos agentes de mercado, aumenta o rol de investimentos na economia através do investimento estrangeiro direto ou do investimento estrangeiro em *portfólio*, sendo que em ambos os casos ocorrem uma entrada adicional de recursos no país.

Grande parte dos chamados investidores institucionais – fundos de pensões e de investimentos – possuem, em seus estatutos, limitadores para investir o seu capital como forma de garantir aos seus participantes um maior comprometimento com a segurança de seus investimentos. Um dos limitadores comuns é o nível de risco de crédito, ou seja, a obrigatoriedade de investimento em títulos que possuam uma avaliação de *rating* positiva.

Assim, a diminuição do risco de crédito atestado pela obtenção do *investment grade* possibilita a estes investidores, investirem em tais títulos. Portanto, é de se esperar que no curto prazo, um país que venha a ser considerado *investment grade* receba uma entrada de capitais significativos, especialmente voltadas a investimentos em portfólio, observando-se as condições de risco e retorno que norteiam as decisões dos administradores de carteiras. Os IDE's também seguem tendência de aumento, todavia este é verificado no médio e longo prazo, visto que dependem do horizonte de projeção do retorno que é resultado de outras variáveis econômicas.

Essa esperada entrada de capitais na economia gera uma série de conseqüências tais como: apreciação dos ativos no mercado local, aumento de liquidez do mercado, novas aberturas do capital de empresas nacionais, aceleração dos movimentos de fusões e aquisições, estímulo a uma maior atividade dos fundos de *Private Equity*²⁰, entre outros.

- **Impactos no Balanço de Pagamentos**

O impacto da entrada mais elevada de capital com a obtenção do *investment grade* ocorre diretamente na conta financeira do balanço de pagamentos. O resultado do balanço de pagamento – soma do saldo em de conta corrente e da conta de capital e financeira – é computado como aumento ou diminuição das reservas internacionais, se positivo ou negativo, respectivamente.

Com a obtenção do grau de investimento, a entrada de capital tende a crescer e, conseqüentemente, o saldo da conta financeira a se elevar, aumentando as reservas internacionais. Esse aumento das reservas possui um significado importante para a economia. A elevação das reservas internacionais reduz a vulnerabilidade a externa da economia, pois possibilita a utilização destas para amenizar os impactos da volatilidade da taxa cambial em momentos de crises econômicas de curto prazo. Protegendo a economia, especialmente no plano interno, dos efeitos desestabilizadores relativamente a uma “fuga” de capitais (fato ocorrente em economias emergentes em momentos de crise), mantendo o valor da moeda nacional frente às moedas internacionais.

Entretanto, o impacto do acúmulo de reservas internacionais é diferenciado em países que adotam taxas de câmbio fixas, dos que possuem regime de câmbio flutuante. Sob o regime de taxas de câmbio fixas, o saldo do balanço de pagamentos é revertido em variações

²⁰ São fundos voltados a investimentos em empresas de capital fechado como parte da composição de suas carteiras.

das reservas internacionais, visto que o banco central atua ativamente no mercado de câmbio comprando o excesso de moeda estrangeira, como forma de controle da paridade no câmbio. Sendo assim, as reservas internacionais irão aumentar no exato montante do saldo do balanço. Por outro lado, se o regime cambial adotado no país é flexível, as reservas internacionais variam conforme as decisões do banco central de comprar o excedente de capital que está entrando. Sob este regime, o banco central não possui um compromisso de efetuar estas compras líquidas, e poderá fazê-lo conforme sua estratégia de recomposição das reservas internacionais e de ajuste cambial. Note-se que tanto o regime de câmbio fixo quanto o flexível funcionam da mesma maneira quando o banco central, sob regime flexível, decide absorver o excesso de entrada de capitais, acumulando reservas. Neste caso específico, a taxa cambial não flutua, visto que toda a entrada líquida é acumulada sob a forma de reservas, da mesma forma que no sistema de câmbio fixo.

Em termos gerais, esta entrada de recursos e sua transformação em moeda corrente podem causar desequilíbrios na economia. Isso porque ao agir no mercado de câmbio comprando moeda internacional, o banco central expande a liquidez da economia, aumentando o volume de dinheiro em circulação. Esta maior liquidez, *ceteris paribus*, provoca elevação de preços e aumento excessivo de crédito, prejudicando a estabilidade interna da economia. Para evitar tais efeitos, os bancos centrais podem vender títulos públicos como forma de absorção da liquidez no mercado, processo chamado de “esterilização”.

A corrente de comércio, isto é, a soma das exportações mais as importações totais da economia, tende a se elevar. A valorização cambial faz com que os produtos estrangeiros fiquem preços relativamente reduzidos, o que impulsiona a importação. Considerando-se que em um regime de câmbio flutuante, por exemplo, onde o banco central não intervém no mercado, a valorização cambial, *ceteris paribus*, faz com que os produtos estrangeiros fiquem com preços relativamente reduzidos, impulsionando as importações. O mesmo argumento, ao contrário, poderia ser utilizado para dizer que, neste caso, as exportações diminuiriam. Isto, no entanto, não é necessariamente verdade. Com a valorização da taxa cambial, os preços dos produtos exportados ficariam relativamente mais elevados no exterior. Isto forçaria, no curto prazo, a diminuição das margens de lucro destes produtos. No entanto, a maior credibilidade do país e, conseqüentemente, das empresas, possibilitaria o alongamento dos contratos de exportações. Este alongamento nos contratos viabilizaria o ajustamento de custos de produção (através da compra de insumos com preços mais favoráveis, dada a nova taxa de câmbio) pela

empresa – como forma de compensação da queda nas margens. Assim, estas empresas manteriam os contratos de exportações com prazos mais longos, diminuiriam sua lucratividade no curto prazo, ajustariam seus custos e procurariam elevar suas produtividades. No médio prazo o ajustamento de custos já estaria implementado e a taxa cambial tenderia a suavemente se desvalorizar. Com isso, as empresas tenderiam a reposicionar sua lucratividade com custos mais baixos, o que seria bastante positivo em termos de resultados corporativos no longo prazo. Desta forma, com a expectativa de lucratividade no longo prazo, as empresas ligadas ao setor externo manteriam a produção no curto prazo com margens menores e a exportação não diminuiria, não afetando, assim, o nível de corrente de comércio.

De uma forma geral o impacto econômico da diminuição do risco de crédito com a obtenção do grau de investimento tem um elevado efeito *ex ante* e também um efeito *ex-post*. Em outras palavras. O efeito do anúncio do *investment grade* no balanço de pagamento, na acumulação de reservas internacionais e na taxa cambial é fortemente antecipado pelos agentes econômicos. A extensão da antecipação dos efeitos da elevação do *rating* é bastante variável podendo se dar por períodos de vários meses antes do anúncio de uma mudança positiva na avaliação por uma das agências. O mesmo é válido para o efeito *ex-post*. O efeito do grau de investimento na economia persiste também para momentos posteriores ao anúncio. No entanto, o tamanho do impacto é proporcional à extensão da antecipação. Ou seja, quanto maior a antecipação da elevação de *rating*, maior será o efeito sobre reservas e sobre a taxa de câmbio.

- **Crédito e Taxas de Juros**

Como em toda concessão de crédito, as entidades que possuem um risco de *default* menor, em geral, têm um custo financeiro mais baixo. Desta forma, a elevação de *rating* de um soberano possibilita a este, buscar capitais a uma taxa menor e com prazos mais alongados, implicando um serviço de dívida mais suavizado e diluído no tempo. Semelhantemente, no médio prazo, o mesmo tende a acontecer com o setor privado do país. Assim, as empresas também teriam a possibilidade de captar recursos a taxas mais brandas e com prazos mais alongados.

Posto isto, tem-se que, relativamente à taxa básica de juros, em um regime de câmbio flutuante, a entrada de capital força a valorização da taxa cambial e/ou a acumulação de reservas. Como já foi visto, o efeito disso é uma maior “blindagem” contra crises econômicas internacionais e uma queda dos preços de importação. A melhora do crédito soberano e a

maior proteção da economia logicamente facilitam o financiamento da dívida a taxas mais baixas. Além disso, com a queda dos preços dos produtos importados em razão da valorização da moeda nacional, a elevação geral dos preços tende a ser menor e a taxa de juros tende a cair em função de uma inflação menor. Desta forma, no médio prazo, as taxas de juros tendem a se ajustar com as taxas médias de juros internacionais.

BACHA, GONÇALVES e HOLLAND (2007) em estudo que teve por objetivo analisar o que eles chamaram de “mistério das elevadas taxas de juros reais da economia brasileira”, verificaram que o *status* de *investment grade* reduz a taxa de juros real da economia. Em suas palavras:

“Investment-grade status and per-capita income were shown to have large negative effects on the real interest rate. Thus, obtaining an investment grade rating would reduce the real interest rate by 2pp on impact and by a whopping 4pp in the long run.”

Ainda segundo os autores, em um horizonte de três a seis meses, os países que receberam o *investment grade* registram um ingresso de recursos extraordinário, que muda totalmente seus parâmetros de câmbio devido a uma forte valorização em suas moedas, o que torna a política monetária acomodatória. Em seus estudos eles criaram um modelo empírico que colocava as taxas de juros reais como dependentes (variável a ser explicada) por: o risco de *default* (expressado pela volatilidade observada em títulos de dívida e aceleração inflacionária), a magnitude da dívida pública, o status de grau de investimento (como uma variável *dummy* diferenciando os países em *investment-grade* e *speculative grade* de acordo com a agência S&P) e a renda *per capita*. Para tanto se utilizaram de dados de 1996-2004 e uma amostra de 66 países de diferentes partes do mundo, composta por economias emergentes e desenvolvidas da OECD.

- **Efeitos diretos nas empresas**

Como já fora mencionado, a obtenção do título de *investment grade* facilita as empresas captarem recursos a taxas mais brandas e com prazos mais alongados. Isso acarretaria melhoras no resultado financeiro e no fluxo de caixa principalmente daquelas empresas mais alavancadas em dívida.

Quando um país é elevado a *investment grade*, verifica-se um processo semelhante para a avaliação das empresas do setor produtivo deste país, ou seja, para períodos posteriores

à elevação do país para grau de investimento, as empresas também tendem a obter este grau. De fato, o *rating* soberano constitui-se uma variável importante para a determinação do *rating* da instituição, comumente funcionando como seu limite máximo. Mais precisamente, a classificação de risco de uma instituição é função do risco representado pelo local onde ela opera. As leis, práticas e costumes de um país têm importante papel na definição das relações que se estabelecem entre seus cidadãos. Por extensão, influenciarão as relações mantidas entre os agentes do mercado financeiro. Segundo Milene (2001) o teto de *rating* é justificado pela alta capacidade do governo em mobilizar ativos em moeda estrangeira dentro de seu território. Isto posto, nenhum outro agente no país teria melhores condições de obter moeda externa para fazer frente às suas obrigações. No entanto, existem exceções em que este limite pode ser superado, possibilitando a empresa obter um *rating* mais elevado que o do país – é o caso por exemplo de empresas como Vale do Rio Doce e Petrobrás, no Brasil.

Outro efeito indireto da obtenção do grau de investimento é a elevação da produtividade das empresas no médio e longo prazo. Com a valorização da moeda nacional face à entrada de capitais, as empresas ligadas ao setor externo, tem de se ajustar, especialmente em sua estrutura de custos, modificando sua tecnologia de produção para manter sua competitividade. Já as empresas ligadas ao setor interno, aproveitariam o momento de insumos importados com preços relativamente menores e também ajustariam seus custos através da introdução de novas tecnologias de produção. No curto prazo, as margens de lucro, em termos gerais, tenderiam a diminuir. No entanto, os efeitos de médio e longo prazo seriam bastante benéficos, com uma produção mais eficiente e geração de lucros maiores, principalmente no longo prazo. Desta forma, a elevação da produtividade teria o efeito de elevar o PIB potencial da economia, isto é, aumentar a possibilidade de crescimento de longo prazo para a economia em geral.

5.2 Efeitos Observados nos Países Selecionados

Por fim busca-se verificar se os pontos levantados no tópico acima podem ser confirmados através dos dados empíricos de países que deixaram de ser considerados *speculative grade* e passaram a ser países com grau de investimento. Cabe ressaltar que não se busca aqui exaurir os efeitos de tal acontecimento, bem como proceder em uma extensa análise conjuntural macroeconômica de tais economias.

Os países escolhidos para análise foram: Rússia, Índia e México. Considerou-se como *investment grade* o país a partir da sua primeira obtenção do título, independentemente da agência que conferiu o grau. O motivo para tanto é que considerando a velocidade de informações do presente nos mercados financeiros atualmente e, além disso, conforme já fora citado, os efeitos *ex-ante* e *ex-post* de uma elevação de *rating*, pode-se supor que os mercados tendem a se ajustar rapidamente a nova condição da economia. Foram considerados para fins de análise, dados de 2002 a 2007. Os resultados observados são os que se seguem.

- **Rússia**

Cinco anos após a crise financeira pela qual passou o país em 1998, e que abalou os mercados globais, a Rússia, em outubro de 2003, alcançou o título de *investment grade* pela agência Moody's, posteriormente em novembro de 2004 a Fitch's elevou os títulos de dívida do país e, por fim, em janeiro de 2005 foi a vez da S&P.

A partir de 1999 a economia russa iniciou um processo de crescimento econômico elevado e sem precedentes que continua neste ritmo nos dias de hoje. Entre 1999 e 2005, o Produto Interno Bruto cresceu em média, anualmente, cerca de 6,7%. As principais causas desse substancial crescimento foram: alta dos preços do petróleo, manutenção da moeda desvalorizada e um bom desempenho nas exportações (sendo o petróleo, o carvão e o gás natural seus principais produtos).

Em linhas gerais, pode-se dizer que os efeitos da elevação de *rating*, foram sentidos. A Figura 1 abaixo, apresenta as elevações de *rating* concedidas pela agência S&P, relacionados com a variação do PIB e do RTS Index²¹. Verifica-se uma forte valorização da bolsa, especialmente a partir do ano de 2005 – ano em que a S&P elevou o título de dívida do governo russo a *investment grade*, tendo sido a última entre as três agências. Isso confirma a

idéia de uma atração de investimentos em *portfólio* decorrentes de uma melhora na percepção de risco pelos agentes. Obviamente, seria necessário um estudo mais detalhado e complexo que pudesse determinar todos os efeitos de tal valorização dos ativos negociados em bolsa, levando-se em conta também os efeitos *ex-ante* e *ex-post* da elevação.

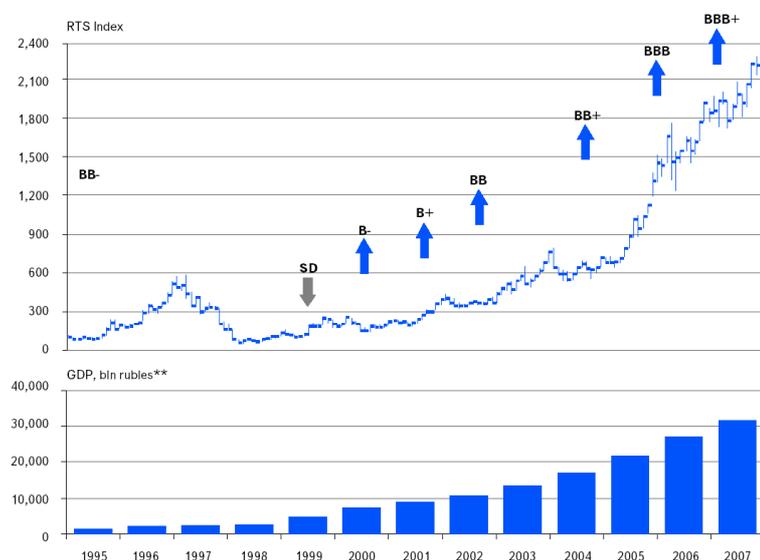


Figura 1 – RTS Index, PIB e Classificações de Rating segundo a Agência S&P

Fonte: <http://www.rts.ru>

A figura 1 mostra também o bom desempenho da economia russa, que apresentou um crescimento médio do seu PIB durante o período de 2002-2007 de 6,5%. Concomitantemente a isso, verificou-se um aumento expressivo do superávit em conta corrente (CC), que era de US\$ 29,12 bi chegando a US\$ 96,1 bi em 2006 – conforme tabela 6. Esse superávit em CC ajudou a diminuir a relação Dívida externa/receitas em CC para 92,5 em 2006, após ter chegado a 198,1 em 1999, ano da crise Russa. Ainda, o país logrou uma elevação considerável nas suas reservas internacionais desde 2002. Com um crescimento médio de 60% no período, as reservas alcançaram o valor de US\$ 460,8 bilhões. Com isso, o governo russo, ao que tudo indica, conseguiu controlar o câmbio, evitando uma maior valorização da moeda russa, o Rublo. Como o governo adota uma um regime de flutuação controlada da taxa de câmbio, era de se esperar, conforme já fora citado, que o governo aumentasse suas reservas como forma de controle do câmbio. Mesmo assim, houve uma desvalorização média da taxa de câmbio de 5%.

²¹ RTS Index: *Russian Trading System*. Índice da Bolsa de Valores Russa.

RÚSSIA						
VARIÁVEIS SELECIONADAS	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SALDO EM CONTA CORRENTE (US\$BI)	29,1	35,4	59,5	84,4	96,1	75,6
CONTA CORRENTE/PIB	8,4	8,2	10,1	11,1	9,8	6,0
IDE/PIB (%)	0,0	(0,4)	0,3	0,0	0,8	1,3
RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$BI)	44,1	73,2	120,8	175,7	295,3	460,8
DÍV. EXTERNA/ENTRADAS EM CC	119,0	112,2	97,4	88,5	83,5	92,5
TAXA DE CÂMBIO (US\$ DEZ 2007)	31,8	29,5	27,7	28,8	26,3	25,0
TAXA DE JUROS (%)	4,2	4,4	3,8	3,6	4,0	5,2
TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)	4,7	7,3	7,1	6,4	6,7	7,0

Tabela 9 – Indicadores Seleccionados da Economia Russa

Fonte: Moody's Statistical Handbook 2008

A Rússia foi e continua sendo um país tradicionalmente fechado, onde as micro e pequenas empresas respondem por apenas 15% do produto interno da economia e que iniciou seu processo de abertura após sua crise, em 1999. Sendo assim, é de se esperar uma pequena participação dos IDE na economia. Tal variável apresentou um comportamento aleatório, apresentando alguma evolução apenas no biênio 2006, 2007 quando este passou de 0,8% para 1,3%, conforme tabela 9.

- **Índia**

Após 1991, quando seu governo abandonou políticas socialistas e deu início a um processo de liberalização da economia, que envolveu o incentivo ao investimento estrangeiro, a redução de barreiras tarifárias à importação, a modernização do setor financeiro e ajustes nas políticas fiscal e monetária. Com isso, em janeiro de 2002 a agência S&P conferiu o grau de investimento ao país. Dois anos depois foi a vez da Moody's em janeiro de 2004 e mais recentemente, em agosto de 2006, a Fitch elevou os títulos da dívida do país.

Desde as reformas da década de 90 a Índia vem apresentando forte crescimento econômico. Conforme observa-se na tabela 10 abaixo, no período analisado (2002-2007), o país teve um crescimento médio real do seu produto interno de 7,6% a.a.

Além disso, o país vem atraindo investimentos, seja de forma direta, ou seja, investimentos em *portfólio*. Houve um aumento do IDE a partir de 2003 quando este era de 0,7% do PIB, chegando a 2,1% em 2006, num período em que o crescimento médio do PIB, conforme já fora citado, foi de 7,6%. Ou seja, houve acréscimo do IDE como proporção do PIB, mesmo em um período onde o denominador da relação, a variável PIB, cresceu significativamente. Portanto, ainda que haja uma relação complexa entre causa e efeito na

relação IDE e crescimento do PIB, pode-se dizer que o aumento no IDE acompanhou a evolução do PIB.

ÍNDIA						
VARIÁVEIS SELECIONADAS	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SALDO EM CONTA CORRENTE (US\$BI)	6,3	13,5	-4,0	-10,0	-11,1	-14,2
CONTA CORRENTE/PIB	1,3	2,2	-0,6	-1,2	-1,2	-1,3
IDE/PIB (%)	1,0	0,7	0,9	1,0	2,1	2,0
RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$BI)	71,9	107,5	135,6	145,1	188,0	241,3
DÍV. BRUTA DO GOV. GERAL (US\$BI)	476,8	594,5	677,8	747,1	849,7	1025,2
DÍV. EXTERNA/ENTRADAS EM CC	109,7	95,2	80,5	64,6	64,1	63,9
TAXA DE CÂMBIO (US\$ DEZ 2007)	47,6	43,5	43,8	44,6	43,6	39,0
TAXA DE JUROS (%)	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
BOLSA - S&P/ CNX 500	1.531	1.804	2.459	3.295	5.355	-
<i>Var</i>	<i>40,0%</i>	<i>17,8%</i>	<i>36,3%</i>	<i>34,0%</i>	<i>62,5%</i>	-
CAPITALIZAÇÃO DE MERC.(US\$MI)	112.454	252.893	363.276	515.972	774.116	1.660.097
NÚMEROS DE COMPANHIAS EM BOLSA	916	911	957	1.034	1.156	1.330
TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)	3,8	8,5	7,4	9,0	9,2	8,0

Tabela 10 – Indicadores Seleccionados da Economia Indiana

Fonte: Moody's Statistical Handbook 2008, WFE

Segundo Acioly (2006), em resposta à crise da dívida em 1991, o governo indiano buscou estabilizar a economia promovendo uma política de liberalização e executando as reformas estruturais recomendadas pelo FMI na época. Com isso a Índia garantiu as três condições básicas para atração do IDE: crescimento econômico, estabilidade cambial e foco na política de atração de capitais externos produtivos.

Semelhantemente, a bolsa indiana – National Stock Exchange of Índia – também apresentou um bom desempenho. O S&P/ CNX 500, principal índice desta bolsa, teve uma apreciação de 249,8% considerando os dados obtidos (período de 2002-2006). Isso representa um significativo crescimento médio anual de 36,7%, em um país onde a taxa média de inflação foi de aproximadamente 5% e as taxas de juros se mantiveram praticamente estáveis em 6% a.a. Este bom desempenho da bolsa também pode ser verificado pelo número de companhias abertas que passou de 916 em 2002 para 1.330 companhias em 2006, o equivalente a um incremento de 82 novas empresas listadas em bolsa por ano. Com isso, a capitalização de mercado pulou de US\$ 112,5 bilhões em 2002 para US\$ 1,660 bilhões em 2007. Dado que os mercados de capitais se antecipam as boas perspectivas na economia, poderia se inferir que essa melhora seria resultado da melhor percepção de risco pelos agentes, que veio a ser confirmado com a segunda elevação a grau de investimento pela Moody's.

Apesar de todo esse cenário positivo, no que se refere à percepção externa que se materializou em aumento dos IDE's e valorização da bolsa, a Índia passou a apresentar déficits em CC a partir do ano de 2004. Isso pode ser explicado pelo aumento significativo de sua dívida, assim como de suas reservas, conforme se observa na tabela 10. A dívida que era de US\$ 476,8 bilhões em 2002, mais que dobrou, chegando a US\$1.025,2 bilhões em 2007. Esse fato poderia suscitar certo questionamento quanto à capacidade de solvência da economia indiana, bem como, quanto à validade das elevações de *rating* observadas recentemente. Entretanto, essa aparente deterioração do desempenho indiano em relação a sua dívida pode ser questionada. Apesar deste aumento, verificou-se também que a relação dívida externa/receitas em conta corrente se mostrou decrescente – sendo de 109,7 em 2002, chegando a 63,9 em 2007.

Em termos gerais, a Índia adota um regime de câmbio flutuante administrado pelo governo, semelhante ao da Rússia. No período analisado a Rúpia (moeda indiana) apresentou uma tímida valorização de 3,9%. Em relação à taxa de juros ela se manteve inalterada, fato esse que pode ser atribuído à política de desenvolvimento e expansão do crédito privado adotada pelo governo.

- **México**

A crise mexicana, deflagrada em dezembro de 1994, provocou fortes quedas nas bolsas e títulos da dívida, fuga de capitais de países emergentes, desvalorização cambial, elevações nas taxas de juros e sérios problemas ao sistema financeiro. Passado isso, o país conseguiu reverter o quadro negativo de sua conjuntura e, em março de 2000, alcançou o título de *investment grade* pela agência Moody's. Dois anos depois a Fitch em janeiro de 2002 e a S&P em fevereiro de 2002 concederam o grau de investimento ao país.

De forma geral, o México adotou algumas medidas que viabilizaram sua recuperação econômica, e tornaram possível sua elevação a grau de investimento, tais como: estabilidade macroeconômica – verificada através do crescimento do seu PIB e da queda da inflação; eficácia da política monetária através de um banco central independente; recomposição do nível de reservas internacionais; queda do déficit público, aliado ao aumento da eficiência do gasto público e do gerenciamento da dívida; decréscimo do déficit de conta corrente; baixo peso da dívida cambial, devido a um setor exportador dinâmico, impulsionado pela integração com os EUA através do NAFTA e outras regiões como América Latina e Europa;

flexibilização do cambial; consolidação da recuperação do sistema bancário e; uma significativa reforma tributária (Cunha 2006).

A tabela 11 abaixo mostra o desempenho das variáveis selecionadas no período observado. Cabe ressaltar que os dados contidos na tabela 11 abaixo não refletem integralmente as melhoras observadas na economia mexicana, citadas no parágrafo acima. Entretanto para manter a consistência e padronização de análise mantiveram-se estas variáveis.

Observou-se uma melhora no saldo em conta corrente, que manteve-se negativo mas em menor proporção. Mesmo em 2007 quando houve um aumento deste déficit, em relação ao PIB ele se manteve num patamar baixo de 1,1%. Pode-se dizer que o IDE ficou estável no período, contrariando a expectativa de atração de investimentos decorrentes da elevação do *rating*. A relação IDE/PIB foi levemente decrescente, oscilando de 2,8% em 2002 a 1,9% em 2007, em um período que o PIB apresentou um crescimento médio real de 2,8%.

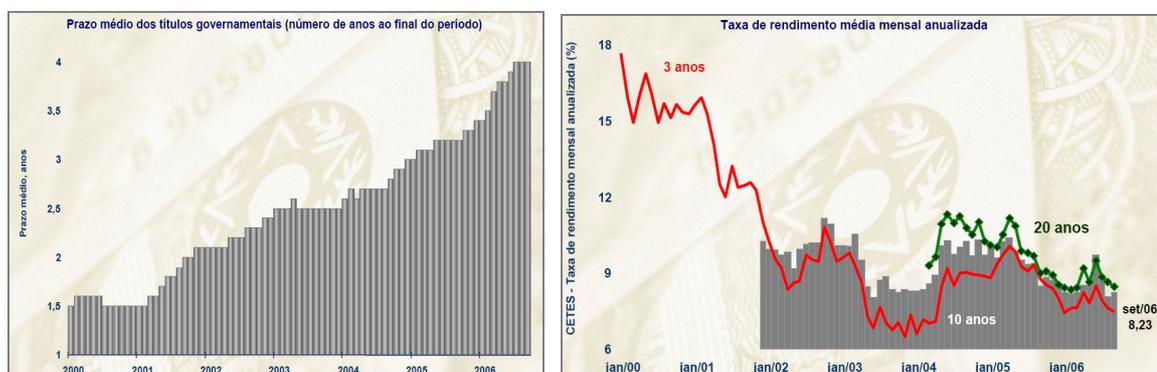
MÉXICO						
VARIÁVEIS SELECIONADAS	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SALDO EM CONTA CORRENTE (US\$BI)	(14,1)	(8,9)	(6,7)	(4,9)	(2,4)	(10,2)
CONTA CORRENTE/PIB	(2,2)	(1,4)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(1,1)
IDE/PIB (%)	2,8	2,2	2,6	1,7	1,8	1,9
RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$BI)	49,9	57,7	62,8	73,0	75,5	80,2
DÍV. EXTERNA/ENTRADAS EM CC	82,6	80,9	72,0	64,5	53,7	47,6
TAXA DE CÂMBIO (US\$ DEZ 2007)	10,3	11,2	11,3	10,8	10,9	11,2
TAXA DE JUROS (%)	3,7	2,4	3,1	3,4	3,3	3,3
BOLSA - Price & Quotations Index (IPC)	6127,1	8795,3	12917,9	17802,7	26448,3	29536,8
<i>Var</i>	-3,8%	43,5%	46,9%	37,8%	48,6%	11,7%
CAPITALIZAÇÃO DE MERC.(US\$MI)	103.941	122.533	171.940	239.128	348.345	397.725
NÚMEROS DE COMPANHIAS EM BOLSA	169	237	326	326	335	367
TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)	0,8	1,4	4,2	2,8	4,8	3,0

Tabela 11 – Indicadores Selecionados da Economia Mexicana

Fonte: Moody's Statistical Handbook 2008, WFE

Associada aos controles de gastos do governo, e a redução do déficit em conta corrente, o aumento das reservas internacionais permitiram uma redução significativa da dívida mexicana. No período, o país alcançou um aumento de 60% em suas reservas que chegaram a US\$80,2 bilhões e a relação div. ext./receitas em CC passou de 82,6 em 2002 para 47,6 em 2006. Essa maior liquidez, associada a melhor percepção de risco do país internacionalmente, permitiu ao México o alongamento dos prazos de seus títulos, a

diminuição dos juros de emissão dos mesmos, bem como a zeragem de sua dívida reestruturada, conforme pode ser visto nas figuras 2 e 3 abaixo.



Figuras 2 e 3 – Prazo médio dos Títulos do Governo Mexicano e Taxa de Rendimento Médio Mensal dos Títulos de Dívida Mexicano

Fonte: Cunha (2006)

A bolsa mexicana refletiu essa melhora na conjuntura econômica mexicana, conforme pode ser visto na tabela 11. A capitalização de mercado mais que triplicou, passando de US\$ 103,9 bilhões em 2002 para US\$ 397,7 bilhões em 2007, assim como o número de companhias listadas em bolsa mais que dobrou passando de 169 para 367 no mesmo período. Com isso, o índice da bolsa mexicana apresentou um valorização de 382,1% de 2002 a 2007, o que confirma a idéia do aumento em investimentos em *portfólio* decorrentes após uma elevação de *rating*.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho se propunha estudar o funcionamento das avaliações de risco realizadas por agências internacionais de *rating*. Buscando compreender as definições e metodologias de avaliações empregadas. Com isso em mente buscou-se na literatura entender o funcionamento do mercado de crédito a Estados soberanos, assim como os fundamentos econômicos por trás dessas avaliações, dada sua importância no cenário econômico atual. Sendo assim, é possível definir as avaliações de *rating* soberano como sendo o resultado da coleta e processamento de informações a respeito do risco de crédito envolvido em operações com títulos de dívida de Estados soberanos. Portanto, um país que possui o chamado *investment grade* pode ser considerado um país onde o nível de risco de crédito indica baixa probabilidade de inadimplência frente aos compromissos assumidos com seus títulos.

No que diz respeito à relação entre classes de risco-soberano e os prêmios de risco cobrados sobre títulos dos países, observa-se que o movimento dos *ratings* soberanos é mais estável, em comparação aos do risco-país, mudando com menor intensidade, até por causa de sua perspectiva de longo prazo, ao contrário dos *spreads* flutuantes de mercado. É fato que há uma interação pró-cíclica e auto-reforçadora entre *ratings* e risco-país, na medida em que alterações nos primeiros frequentemente exacerbam direções nos segundos, bem como que, em situações de estresse, as implicações de elevações agudas nos prêmios de risco também podem ser incorporadas na classificação de riscos de crédito. Contudo, além de ser inegável a menor volatilidade dos *ratings*, verifica-se ser possível rastrear alguns determinantes macroeconômicos mais estruturais que explicam, em largos períodos, tanto as mudanças significativas na classificação de risco-soberano dos países, quanto, em última instância, os patamares de prêmios de risco-país.

Além disso, verificou-se que as avaliações realizadas pelas agências não são resultado apenas de fatores quantitativos, ou que resultem de um modelo econométrico que englobe um grande número de variáveis macroeconômicas. São levados em conta também, o risco político, institucional e civil, o histórico de pagamento do devedor, além de outros fatores mais subjetivos como, por exemplo, as perspectivas quanto a economia do soberano. Não obstante, ainda que semelhantes, os processos de classificação diferem em cada agência, especialmente no que tange a importância atribuída a cada variável.

Deixando-se de lado os fatores subjetivos, bem como os diferentes pesos atribuídos por cada agência, estudos atuais buscam “explicar” as classificações de *rating* através de um número pequeno de variáveis. Em nosso modelo, utilizamos um conjunto de 10 variáveis explicativas das classificações: índice de liberdade econômica, renda *per capita*, inflação, taxa de crescimento real do PIB, grau de abertura comercial, dívida externa líquida total sobre as receitas em conta corrente, resultado nominal do governo geral como proporção do PIB, dívida bruta do governo geral sobre suas receitas totais, crédito ao setor privado e moratória. Entretanto, apesar dos sinais da equação estimada serem os esperados, diferentemente de outros modelos, apenas 5 variáveis apresentaram um poder de explicação. Para os 60 países escolhidos e considerando os dados de 2003-2007, são elas: PIB *per capita*, inflação, dívida bruta do governo geral, dívida externa líquida e o histórico de moratória. As demais variáveis não mostraram um grande poder explicativo e sua exclusão do modelo não acarretaria em grandes perdas. Cabe ressaltar que esta “não predictibilidade” de algumas variáveis se deu no nível de conjunto, sendo que o mesmo não pode ser considerado para a análise individual de cada uma dessas variáveis.

Na análise individual do comportamento de cada variável na amostra, pode-se, na maioria dos casos, verificar as relações esperadas. Essas relações não são em geral perfeitas e existem exceções, entretanto, pode-se concluir que uma classificação alta (caso do *investment grade*) estaria associada a: um nível elevado de renda *per capita*, uma inflação baixa (medida pelo índice de preços ao consumidor), uma taxa elevada de crescimento econômico, um alto índice de liberdade econômica, uma baixa relação dívida bruta do governo em relação as suas receitas, uma elevada disponibilidade de crédito ao setor privado e a ausência de episódios de moratória. Viu-se que em geral, os países considerados *investment grade* possuem, em média, um maior grau de abertura de sua economia, assim como uma baixa dívida externa, entretanto ambas as variáveis não apresentaram uma relação muito forte. Em relação a variável resultado nominal do governo geral não houve uma relação de causalidade direta. Isso pode ser explicado pelo fato de que, por exemplo, a ocorrência de superávits por parte do governo pode ser resultado da diminuição dos investimentos, ou pelo aumento de carga tributária, o que por sua vez, poderia influenciar negativamente o crescimento econômico.

Observou-se também os efeitos que a melhora na percepção de risco poderia suscitar na economia. A concessão do título a um Estado soberano permite a este submeter seus títulos a uma melhor condição de emissão. A semelhança do México é de se esperar que o país

consiga alongar o perfil da sua dívida e que possa emitir títulos pagando uma remuneração mais baixa, por estes. Espera-se também uma entrada de capitais na economia via IDE – como no caso indiano – assim como em investimentos em *portfólio*, fazendo com que os ativos em bolsa de valores se apreciem, como no caso mexicano e russo, além de estimular a abertura de capital de novas empresas. Essa entrada de capitais permite um acúmulo de reservas e, *ceteris paribus*, faz com que haja uma valorização da moeda nacional, assim como ocorreu na Rússia. As empresas também se beneficiam pela melhora nas condições de captação de empréstimos, pois como foi visto o *rating* soberano funciona muitas vezes como teto da classificação de *rating* da empresa.

Por fim, é factível o Brasil se tornar um país considerado *investment grade*? Essa resposta foi dada pelas agências S&P e Fitch, durante a confecção do presente trabalho, em 30 de abril e 29 de maio de 2008, respectivamente, ao elevarem os títulos da dívida do país a *investment grade* (classificação BBB-). Cabe ressaltar que, assim como já fora mencionado, as agências levam em conta questões subjetivas, tal como as perspectivas em relação à economia analisada e o histórico de “bom pagador” do país. São justamente estas as considerações feitas por ambas as agências quando de seus anúncios de elevação de *rating*. Segundo a S&P:

“A elevação do rating dos títulos de dívida do Brasil refletem a maturação das instituições e das políticas públicas do Brasil, como demonstrado pela melhora na situação fiscal e redução da dívida externa do País, além da melhora em sua tendência de crescimento. Embora a dívida líquida do governo geral seja ainda mais alta que a de muitos países na categoria de rating “BBB”, o histórico de políticas de gerenciamento pragmático da dívida, razoavelmente previsível, atenua tal risco. Embora seja provável que a dívida externa líquida do Brasil descontada dos ativos externos líquidos, apresente alguma deterioração quando a conta corrente voltar a registrar déficit, esperamos que o aumento na carga da dívida externa seja modesto.”(Comunicado da agência S&P ao mercado em 30 de Abril de 2008)

Conforme foi visto na análise do efeito de cada variável em relação à classificação dos países da amostra, pode-se dizer que o Brasil se encontra num meio termo. Em outras palavras, em algumas variáveis já teríamos condições sim de sermos considerados um país grau de investimento, mas em outras ainda teríamos de evoluir. O país possui uma renda *per capita* superior a de alguns países já considerados *investment grade*; possui um nível de liberdade econômica considerável, principalmente levando-se em conta o tamanho do país e o histórico de ter sido, até poucos anos atrás, quase autárquico; um crédito ao setor privado

baixo, mas em forte expansão; uma inflação controlada e baixa para os padrões brasileiros. Entretanto, a economia do país ainda é bastante fechada; é necessário um ajuste nas contas do governo que passe pela geração de um déficit nominal igual a zero e a estabilização da dívida pública em termos nominais, o que associado à continuidade do crescimento econômico, levará a redução da relação dívida pública/PIB, bem como da dívida em relação as suas receitas; o crescimento alcançado nos últimos anos ainda é modesto, em decorrência de barreiras estruturais que mantêm tanto os investimentos quanto o crescimento do país abaixo do nível atingido por outras economias emergentes.

Salvo os países *investment grade* com *rating* máximo (países AAA), os demais apresentam suas deficiências e pontos nos quais poderia se questionar a realidade ser considerado como seguro ao investimento. O mesmo não poderia deixar de acontecer com o Brasil, que conforme foi citado no parágrafo acima ainda possui uma série de restrições a um melhor desempenho de sua economia. Entretanto, considerando as perspectivas econômicas do país, especialmente no tocante a manutenção da atual forma de condução da política econômica, parece haver coerência em classificar o Brasil como um país *investment grade*. Resta agora esperar que o país venha a usufruir dos possíveis benefícios de tal evento.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAHAM, Filip; KONINGSZ, Jozef; SLOOTMAEKERS, Veerle. *FDI Spillovers in the Chinese Manufacturing Sector: Evidence of Firm Heterogeneity*. 2007. Disponível para download em: <<http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6573.asp>>. Acesso em Junho 2008.

ACIOLY, Luciana. *Investimento direto externo na Índia*. Revista Desafios. Ed. nº 25. Agosto/2006. Disponível em: <<http://investimentos.desenvolvimento.gov.br/arquivos/India-relatorioIII-estudoIPEA.pdf>>. Acesso em Junho 2008.

ARRUDA, Milene Bomfim. *O Papel dos Ratings no mercado Internacional de Crédito*. 2001. 129p. Dissertação de Mestrado (Mestre em Economia) – Universidade Federal Fluminense, Niterói, maio/2001. Pag.1 a 74

BACHA, Edmar; GONÇALVES, Fernando M.; HOLLAND, Márcio. *Is Brazil Different? Risk, Dollarization and interest in Emerging Markets*. Rio de Janeiro, mai/2007. Disponível em: <<http://www.iepecdg.com/>>. Acesso em Junho de 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Risco-país – Série Perguntas Mais Frequentes*. Brasília ago. 2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em setembro de 2007.

BHATIA, A. *Sovereign Credit Ratings Methodology*. Washington: Fundo Monetário Internacional, out. 2002 (IMF Working Paper n. 02/170). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>>. Acesso em outubro de 2007.

BONE, Rosemarie Bröker. *Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina*. 2002. Carta de Perspectiva Econômica, Unisinos – RS, jan. 2006.

BONE, Rosemarie Bröker. *A Importância dos Fundamentos nos ratings soberanos brasileiros, 1994-2002*. 2003.

CANTOR, R; PARKER, F. *Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Nova York, v.1, n.3, p.1-6, jun. 1995. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr_iss/1995.htm> . Acesso em agosto de 2007.

———. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Nova York, v.2, n.2, p.37-54, dez. 1996. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/rmaghome/econ_pol/1996.htm> . Acesso em agosto de 2007.

CANUTO, Otaviano; SANTOS, Pablo Fonseca P. *Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes*. Secretaria de Assuntos Internacionais – Ministério da Fazenda, Brasília, out. 2003

CHAGAS, E. (2000) *Ratings soberanos e defaults privados: o histórico do Brasil e dos países emergentes no mercado financeiro internacional*. Disponível na internet: <http://www.anbid.com.br/top_down.htm>. Acesso em novembro de 2007.

CLAESSENS, S; EMBRECHTS, G. Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings. In: BASEL II: AN ECONOMIC ASSESSMENT, 1, 2002, Basiléia. Anais... Basiléia: Bank for International Settlements, mai. 2002. pp.1-27. Disponível em: <<http://www.bis.org>>. Acesso em outubro de 2007.

CMIE – Centre for Monitoring Indian Economy Pvt. Disponível em: <<http://www.cmie.com/>>.

CUNHA, Paulo Vieira (2006). *O Desafio do Investment Grade: México*. Banco Central do Brasil, Brasília. Disponível em : <<http://www.anbid.com.br/institucional>>. Acesso em março de 2008.

FITCH RATINGS. *Sovereign Rating Methodology*. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p. (Criteria Report). Disponível, mediante registro gratuito, em: <<http://www.fitchratings.com/>>. Acesso em setembro de 2007.

FMI - FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *International Capital Market: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, set. 1999. capítulos IV e V e anexos IV, V e VI. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm>>. Acesso em setembro de 2007.

———. *Credit Ratings and the recent crises*. Washington. 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/annexV.pdf>>. Acesso em outubro de 2007.

GIAMBIAGI, Fábio (2007). *Brasil Raízes do Atraso: Paternalismo x Produtividade*. 2ª Ed. Editora Elsevier. Rio de Janeiro.

HERITAGE FOUNDATION. *Index of Economic Freedom 2008*. Washington. 2008. Disponível em: <<http://www.heritage.org/index>>. Acesso em maio de 2008

J.P.MORGAN. *Introducing the Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)*. Nova York: J.P. Morgan Securities Inc, Emerging Markets Research., jul. 1995. 8p. (Market Brief).

KRUGMAN, P.R. e OBSTFELD, M. (1996). *Economia Internacional – Teoria e Política*. Madri: McGraw-Hill.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Introdução aos Ratings da Moody's*. Nova York: Moody's Investors Services, mai. 1999a. 19p. (Comentário Especial).

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Opening the Black Box: The Rating Committee Process at Moody's*. Jul. 1999b. 8p. (Rating Methodology). Disponível em: <<http://www.moody.com/>>. Acesso em outubro de 2007.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Revisão da Política de Teto Soberano*. Nova York: Moody's Investors Services, jun. 2001. 4p. (Metodologia de Rating). Disponível em: <<http://www.moody.com.br>>. Acesso em outubro de 2007.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *The Bond Rating Process: A Progress Report*. Nova York: Moody's Investors Services, fev. 2002a. 4p. (Rating Methodology). Disponível em: <<http://www.moodys.com/>>. Acesso em outubro de 2007.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process*. Nova York: Moody's Investors Services, mai. 2002b. 15p. (Rating Methodology). Disponível em: <<http://www.moodys.com/>>. Acesso em outubro de 2007.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries (1985-2002)*. Nova York: Moody's Investors Services, fev. 2003a. 23p. (Moody's Special Comment). Disponível em: <<http://www.moodys.com/>>. Acesso em outubro de 2007.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Sistemas de Ratings da Moody's – em resumo*. Nova York: Moody's Investors Services, 2003. 2p. Disponível em: <http://www.moodys.com.br/brasil/o_que_e_rating.htm>. Acesso em outubro de 2007.

SACHS, J.; LARRAIN, F. (2000). *Macroeconomia em uma Economia Globalizada*. Ed. Makron Books.

SALOMÃO, J. *Alongamento da Maturidade de Títulos de Renda Fixa: Algumas Experiências Bem-Sucedidas de Países Emergentes*. 2005. Monografia de Final de Curso de Economia, Departamento de Economia, PUC-Rio.

STANDARD AND POOR'S. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Nova York: Standard and Poor's, dez. 1998. 8p. Disponível em: <<http://www.satandardandpoors.com.br/>>. Acesso em outubro de 2007.

STANDARD AND POOR'S. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Nova York: Standard and Poor's, abr. 2002b. 21p. Disponível em: <<http://www.satandardandpoors.com.br/>>. Acesso em outubro de 2007.

STIGLITZ, J; EATON, J; GERSOVITZ, M;. *The Pure Theory of Country Risk*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, abr. 1986 (NBER Working Paper Series, n. 1894). Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w1894>> . Acesso em agosto de 2007.

THE ECONOMIST – Markets and Data. Disponível em: <http://www.economist.com/>.

UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. Disponível em: <<http://www.unctad.org/>>.

WFE – World Federation of Exchanges. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/>>.

WIKIPÉDIA. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/>>

WORLD BANK – Data & Research. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/>>.